

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

**MODELO DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA “SERVICIOS
INTEGRADOS CIA. LTDA.”**

**TRABAJO DE TITULACIÓN PREVIA LA OBTENCIÓN DEL
TÍTULO DE INGENIERÍA EN
CONTABILIDAD Y AUDITORÍA – CPA**

GEOMARA CANO HERAS

DIRECTOR: MGTR. EDMUNDO MALDONADO

QUITO, MAYO 2015

DIRECTOR:

Mgst. Edmundo Maldonado

INFORMANTES:

Ing. José Cagigal

Ing. Luis Peñafiel

DEDICATORIA

A Dios, por bendecir cada paso dado en mi vida profesional.

A mis Padres Esperanza y Eduardo, por su apoyo y amor incondicional.

A mi hermana Yadira, por su apoyo y ayuda en el momento dado.

Geomara

AGRADECIMIENTO

A Dios, por bendecir el camino a lo largo de mi carrera profesional.

De manera muy especial agradezco a mi Director de tesis, Mgtr. Edmundo Maldonado, por su dedicación, tiempo prestado y conocimientos aportados para culminar con éxito mi tesis.

A la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda., motivo del presente trabajo de investigación, por proporcionarme toda la información necesaria para el desarrollo de la misma.

A mi mamá, papa y hermanos por su apoyo incondicional y ayuda para culminar de la mejor manera mi carrera universitaria.

Geomara

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN, 1

1 SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA Y DE SU ENTORNO, 3

1.1 ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA, 3

1.1.1 Macro Ambiente, 4

1.1.1.1 Industria de Servicios Empresariales en el Ecuador y Subsector al Cual Pertenece la Empresa SI, 7

1.1.1.2 Factores Político – Legales, 10

1.1.1.3 Factores Económico – Sociales, 14

1.1.1.4 Implementación de NIIFS en el Mundo y en el Ecuador, 22

1.1.2 Micro Ambiente, 25

1.2 SITUACIÓN ACTUAL INTERNA DE LA EMPRESA, 28

1.2.1 Historia de la Empresa, 29

1.2.2 Estructura Organizacional y Recursos Humanos de la Empresa SI, 33

1.2.3 Tipo de Negocio, 37

1.2.4 Procesos, 39

1.2.5 Mercadeo, 40

1.2.6 Situación Legal Actual, 41

1.2.7 Situación Financiera Actual, 43

1.3 DIAGNÓSTICO ESTRATÉGICO SITUACIONAL, 50

1.3.1 Matriz de Evaluación de Factores Internos (EFI), 51

1.3.2 Análisis de la Matriz de Evaluación de los Factores Externos (EFE), 53

1.3.3 Direccionamiento Estratégico de la Empresa, 55

1.3.3.1 Misión, 56

1.3.3.2 Visión, 56

1.3.3.3 Objetivos Estratégicos, 56

2 ASPECTOS TEÓRICOS ACERCA DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y SELECCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN ADECUADO PARA LA EMPRESA EN ESTUDIO, 58

2.1 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS, 61

2.1.1 Método Basado en el Patrimonio e Información Contable, 61

2.1.1.1 Valor Nominal o Contable, 61

2.1.1.2 Valor Contable Ajustado, 62

2.1.1.3 Valor Sustancial, 63

2.1.1.4 Valor de Liquidación, 69

2.1.2 Método basado en la Capacidad de Generación de Rentas, 70

2.1.2.1 Valor de los Beneficios PER, 70

2.1.2.2 Valor de los Dividendos, 71

2.1.2.3 Múltiplo de las Ventas, 72

2.1.3 Métodos Comparativos, 72	
2.1.3.1 Otros Múltiplos, 72	
2.1.4 Métodos Compuestos, 73	
2.1.4.1 Método Mixto Basado en el Good Will, 73	
2.1.4.2 Método de Flujos de Caja Descontados, 74	
2.2 DETERMINACIÓN DEL O LOS MÉTODOS MÁS APROPIADOS DE UTILIZAR, 75	
2.2.1 Método de Flujos de Caja Descontados, 76	
2.2.1.1 Determinación del Cash Flow y Tasas de Descuento Apropriadas, 76	
3 VALORACIÓN DE LA EMPRESA SERVICIOS INTEGRADOS, 82	
3.1 SELECCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN APROPIADO, 82	
3.2 ETAPAS DE PROCESO DE VALORACIÓN A EFECTUARSE, 84	
3.2.1 Fase 1, 86	
3.2.1.1 Análisis Situacional y del Entorno de la Empresa.- detallado en el Capítulo 1, 87	
3.2.1.2 Análisis Estratégico de la Empresa.- detallado en el Capítulo 1, 87	
3.2.2 Fase 2, 88	
3.2.2.1 Establecimiento del Periodo de Pronóstico y del Periodo Terminal, 88	
3.2.2.2 Determinación de las Características del Periodo Terminal de las Proyecciones, 89	
3.2.2.3 Establecimiento de Flujos de Caja Futuros, 90	
3.2.3 Fase 3, 110	
3.2.3.1 Determinación de los Flujos de Caja Libres (FCL), 110	
3.2.3.2 Determinación del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre, de la Deuda y del Patrimonio, 117	
3.2.3.3 Validación del Proceso de Valoración Efectuado, 124	
4 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES, 132	
4.1 CONCLUSIONES, 132	
4.2 RECOMENDACIONES, 133	

REFERENCIAS, 135

ANEXOS, 136

Anexo 1: Proyecciones del fmi para el ecuador world economic outlook, 137
Anexo 2: Balances sector servicios empresariales del Ecuador, 138
Anexo 3: Evolución del PIB en el Ecuador, 140
Anexo 4: Evolución de la balanza comercial del Ecuador, 141
Anexo 5: Apreciación del dólar EEUU, 142
Anexo 6: Evolución del índice real de salarios del Ecuador, 143
Anexo 7: Proforma del presupuesto general del estado, 144
Anexo 8: Evolución de la inflación urbana del Ecuador, 145
Anexo 9: Análisis financiero estado de situación financiera, 146
Anexo 10: Análisis financiero estado de resultados, 148
Anexo 11: Razones Financieras, 150

- Anexo 12: Detalle de activos fijos no necesarios, 152
- Anexo 13: Detalle de activos fijos necesarios, 153
- Anexo 14: Valor de recuperación en el año 2015 de los elementos de PPE no necesarios para la empresa SI, 155
- Anexo 15: Análisis comparativo / vertical del estado de resultados de la empresa SI, 156
- Anexo 16: Contribución sectorial al PIB del Ecuador, 157
- Anexo 17: Evolución de ingresos operativos del sector actividades profesionales técnicas y administrativas, 158
- Anexo 18: Matriz de evaluación de factores internos de la empresa, 159
- Anexo 19: Matriz de evaluación de factores externos de la empresa, 160
- Anexo 20: Estrategias delineadas en base al foda, 161
- Anexo 21: Clasificación de las compañías por su tamaño, 162
- Anexo 22: Valor de la empresa, 163
- Anexo 23: Valor de las acciones, 164
- Anexo 24: Parámetros del modelo de valoración de empresa SI, 165
- Anexo 25: Crecimiento de las ventas en relación al PIB nacional y sectorial, 166
- Anexo 26: Crecimiento detallado del costo de ventas, 167
- Anexo 27: Detalle de proyección de gastos administrativos y de ventas, 168
- Anexo 28: Parámetros para la proyección del CTNO, 169
- Anexo 29: Variaciones del capital de trabajo neto operativo de la empresa SI, 170
- Anexo 30: Gestión de partidas extraordinarias, 171
- Anexo 31: Rates & Bonds Eua, 172
- Anexo 32: Betas sectoriales por industrias, 173
- Anexo 33: Betas sectoriales sector Business & Consumer Services, 174
- Anexo 34: Annual Returns On Stock, T. Bonds And T. Bills: 1928 – 2014 Current, 175
- Anexo 35: Cuadro costo de los recursos propios CAPM, 176
- Anexo 36: Modelo de valoración de la empresa Servicios Integrados Cia. Ltda., 177
- Anexo 37: Cálculo de múltiplos de las empresas del sector Business & Consumer Services, 178

ÍNDICE DE CUADROS

- Cuadro 1: Contribución del Pib por sector económico del Ecuador, 6
- Cuadro 2: Tasa de crecimiento prevista del Pib del Ecuador, 16
- Cuadro 3: Evolución del SBU del Ecuador, a precios corrientes, tasa de crecimiento anual y tasa de inflación, 19
- Cuadro 4: Detalle de los principales clientes de la Empresa SI, 26
- Cuadro 5: Distribución funcional de los empleados, 35
- Cuadro 6: Distribución de capital, 42
- Cuadro 7: Calificación de debilidades y fortalezas, 51
- Cuadro 8: Calificación de debilidades y fortalezas, 54
- Cuadro 9: Proyección del crecimiento de ventas escenario normal, 96
- Cuadro 10: Crecimiento de costo de ventas, 100
- Cuadro 11: Proyección de gastos administrativos y de ventas, 102
- Cuadro 12: Evolución de los gastos de mercadeo y ventas de la empresa SI, 103
- Cuadro 13: Análisis comparativo de los rubros del estado resultados, 105
- Cuadro 14: Calculo del valor presente de la perpetuidad, 116
- Cuadro 15: Calculo del valor de la empresa mediante sensibilidad del wac y la tasa de crecimiento del valor terminal, 126
- Cuadro 16: Cálculo del valor de la empresa mediante el método de múltiplos EBITDA, 128
- Cuadro 17: Cálculo del valor de la empresa con flujos de caja libre, sensibilización del wacc y del valor terminal en base al múltiplo del EBITDA, 129
- Cuadro 18: Resumen enfoques de valoración, 130

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- Gráfico 1: Contribución al PIB real por sectores económicos del Ecuador, 5
- Gráfico 2: Ranking sectorial de servicios empresariales, 9
- Gráfico 3: Resolución para la implementación de NIFFS en PYMES, 23
- Gráfico 4: Organigrama estructural de servicios integrados Cia. Ltda., 34
- Gráfico 5: Modelos de valoración de empresas, 60
- Gráfico 6: Flujos de fondos, 77
- Gráfico 7: Fases y etapas del proceso de valoración de la Empresa SI, 86
- Gráfico 8: Resumen enfoques de valoración, 131

RESUMEN EJECUTIVO

El modelo de valoración que se implementará para la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda. se concibe como un instrumento para que los socios puedan tomar las respectivas decisiones sobre el futuro de la empresa, a través de una evaluación que revele la situación actual y futura de la empresa, además de su capacidad para generar efectivo; para ello, se deberá implementar una administración efectiva que lleve a la empresa a un desarrollo sustentable en el mercado.

Para cumplir con dichos propósitos, este modelo de valoración está compuesto de 4 capítulos que se resumen de la siguiente manera.

El primer capítulo se inicia con una descripción sobre el entorno actual de la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda. en su ámbito externo, como es su industria a nivel internacional y nacional; además de un detalle específico de factores que afectan al mercado empresarial en el que se desenvuelve. Esta parte contendrá datos estadísticos sobre la composición del mercado; así como, factores influyentes en el mismo.

En la segunda parte del primer capítulo, la investigación se concentrará en conocer el tipo de negocio, su estructura organizacional, su situación legal y financiera actual que contendrá un análisis de los últimos cinco años de operación de la empresa; como son: índices financieros, porcentajes de crecimiento estado actual de su cartera de clientes; así como, de sus ingresos, culminando con la determinación del mercado y procesos de la empresa,

mediante un análisis de percepción del cliente, la cual fue realizada a la cartera de clientes que posee la empresa; además de una evaluación de los procesos llevados a cabo por el negocio.

En la tercera parte del primer capítulo se realizará un análisis del entorno interno y externo de la empresa desde el punto de vista estratégico, identificando oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades, así como, tratando de determinar los impactos de dichos factores sobre la empresa. Los factores identificados le darán a la empresa una perspectiva más amplia de lo que puede aprovechar y lo que se debe mejorar para replantearse objetivos que le lleven a impulsarse en el mercado, mediante las acciones estratégicas propuestas que se darán a conocer.

En el segundo capítulo, se darán a conocer, teóricamente, las principales técnicas de valoración existentes para cubrir las necesidades de la empresa y cumplir sus objetivos-metas planteados. Para ello, se investigarán a fondo aquellas técnicas más apropiadas, desde el punto de vista teórico, para el tipo de negocio que ejerce la empresa; de esta manera, se escogerá los métodos que estén de acuerdo con el tipo de información disponible y con los objetivos del proceso de valoración.

En el tercer capítulo se desarrollará dos métodos y técnicas propuestas más apropiados para la valoración de la empresa; se determinarán los flujos de caja futuros; es decir, la generación de efectivo en un tiempo posterior, el costo de capital aplicable, el impacto de la estructura del costo de capital; así mismo, se llevará a cabo un análisis de sensibilidad con los factores más relevantes que se consideren en las circunstancias.

En la segunda parte del tercer capítulo, se mostrará el desarrollo del modelo en hojas electrónicas, para ello, se llevará a cabo un planteamiento del desarrollo de activo, deuda y patrimonio mediante estados financieros proyectados, tomando en cuenta los factores antes mencionados.

En el cuarto capítulo se detallarán las conclusiones y recomendaciones a las que se arribaron luego de concluido el trabajo de investigación. Estos estarán relacionados en las posibles decisiones que se puede tomar, siempre velando el crecimiento y mejoramiento de la empresa.

Para concluir, se detallarán las fuentes bibliográficas consultadas, las mismas que han sido de base para la realización del presente trabajo.

INTRODUCCIÓN

Las empresas a lo largo de la historia han sido la base del sistema económico, que a través de sus actividades satisfacen necesidades de la sociedad; creando así, un ambiente económico social propicio para el progreso humano.

La vida de una empresa está sujeta al factor decisivo de sus propietarios. Se ha convertido en un ente complejo que junta factores de producción como recursos naturales, personas y capital; que al ser organizados por un empresario están destinados al cumplimiento de objetivos junto con la obtención de un beneficio propio.

En la actualidad, han surgido diferentes figuras que tienden a modificar la composición de una empresa; es por tal razón, que las empresas en algún momento de su vida tienen la necesidad de valorarse a sí misma, para adherirse a dicha figura. Las figuras mencionadas anteriormente pueden ser: las fusiones, escisiones, venta de empresas, herencias, valoraciones fiscales y patrimoniales, entre otras.

La valoración de una empresa consiste en establecer un valor; en la cual, un comprador y un vendedor acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa. Una valoración se realiza por distintos motivos como: impulsar el desarrollo económico de un negocio o aprovechar oportunidades de mercado.

En un determinado momento, las empresas conciben la necesidad de impulsar su crecimiento en el mercado mediante recepción de inversiones, integración de nuevos socios, fusiones, escisiones, entre otras. Es por ello, que la mayoría de las organizaciones establecen un modelo de valoración para conocer el valor de la misma en el mercado y estimar la capacidad de rendimientos que la empresa proporcionará a lo largo del tiempo.

El presente trabajo busca elaborar y mostrar concretamente un modelo de valoración para organizaciones cuya actividad este dirigida a la contabilidad, asesoría y administración de empresas, como lo es Servicios Integrados Cía. Ltda. Además de disponer los métodos más apropiados de valoración de las mismas, la interpretación de sus resultados impactarán positivamente para el futuro de la empresa; el direccionamiento y la toma de decisiones de los socios serán la base para el desenvolvimiento de la empresa en su entorno comercial.

1 SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA Y DE SU ENTORNO

El entorno de la empresa hace referencia a los factores, tanto externos como internos, que influyen en la actividad empresarial y que condicionan la actividad de una empresa. Una entidad debe ser considerada como una organización abierta al medio en el que se desenvuelve.

Para la presentación del entorno en el que se desenvuelve la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda.; así como, de su situación actual, se expondrán los aspectos más importantes que influyen en la empresa, tanto a nivel nacional, como a nivel internacional; así como, los aspectos y factores relativos al negocio, en sí mismo.

Para entender la situación actual interna de la empresa se analizará, en primer lugar, el tipo de negocio en el que se desenvuelve, su estructura organizacional, su situación legal y financiera; así como, la percepción del cliente sobre la empresa.

1.1 ANÁLISIS EXTERNO DE LA EMPRESA

Para orientar al lector sobre el entorno de la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda. (SI), se dará a conocer la situación de la industria en la que se desenvuelve la empresa tanto a nivel nacional como internacional; además, se analizarán ciertos aspectos o factores en esos ámbitos, respecto de los cuales se comentará en los numerales siguientes.

1.1.1 Macro Ambiente

Dentro del macro ambiente, existen varios factores que pueden afectar de manera positiva o negativa a todas las empresas pertenecientes a una industria. Estos factores se refieren a aspectos políticos, legales, económicos y sociales, entre otros. Dentro del macro ambiente se analizará, de manera general, a la ***Industria de Servicios Empresariales*** y las oportunidades de crecimiento que se presentan dentro de ella para la empresa bajo análisis. Es relevante analizar esas posibilidades, por cuanto, en función de ellos se puede establecer el probable ritmo de actividad futura de la empresa. Finalmente, se analizará el impacto de la implementación de NIIFs en el Ecuador y el mundo, para la organización.

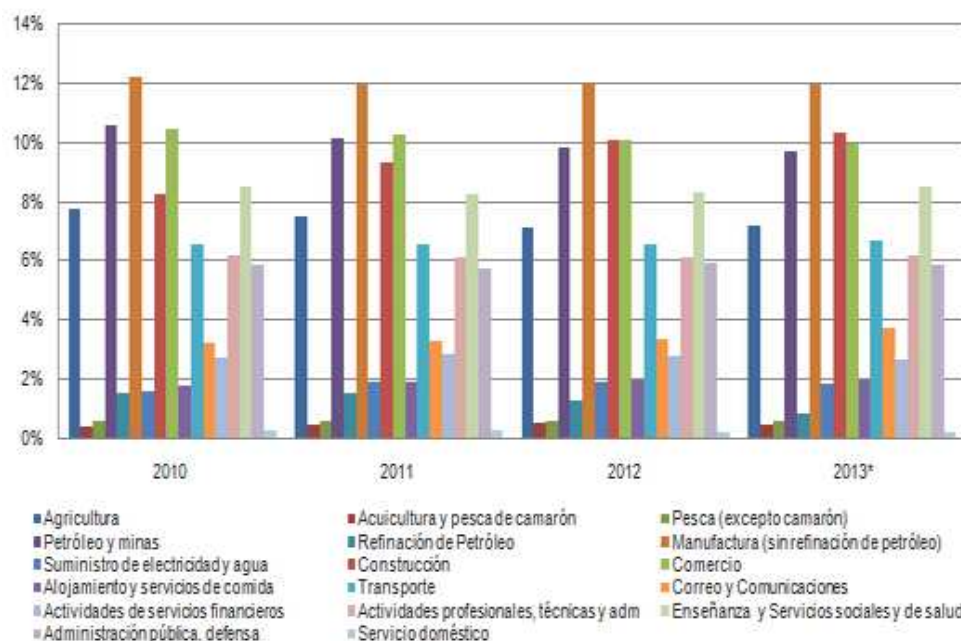
Para entender de mejor manera el contenido de este capítulo, se debe señalar que en el Ecuador existen varios sectores económicos que contribuyen en diferente grado al desarrollo económico del país; y respecto de los cuales a continuación se efectuará un breve análisis.

Los Sectores Económicos más Importantes del Ecuador.

De acuerdo con las cifras publicadas en el portal *Poderes de Inteligencia Política*¹, en función de los porcentajes de aportación al PIB real; los 17 sectores económicos más importantes que contribuyen al PIB ecuatoriano son los detallados en el Gráfico 1; el mismo, que se incluye a continuación.

¹ Este portal pertenece a la empresa PODINPO S.A., especializada en proporcionar servicios de información y consultoría en temas de carácter político.

**Gráfico 1: Contribución al PIB real por sectores económicos del Ecuador
PERIODO: 2010-2013**



Fuente: Naveda Valeria, Poderes de Inteligencia Política 2014, Panorama Económico del Ecuador 2013 <http://poderes.com.ec/2014/panorama-economico-del-ecuador-2013>

Las cifras anteriores son de carácter histórico. Las cifras del año 2013, corresponden a datos de los dos primeros trimestres del año. De todas maneras, es importante analizar, que respecto de las cifras del sector de *Actividades Profesionales, Técnicas y Administrativas* en el referido año, el porcentaje de aporte de este sector al PIB global del país es de un 6,10%. Analizando, el mismo período, como se muestra en el cuadro siguiente, este porcentaje es el noveno en orden de importancia, comparativamente hablando, en relación con otros sectores de la economía del país.

En el Cuadro 1, que se presenta a continuación, se establece el total del PIB anual, dividido porcentualmente por la contribución que ofrece cada sector económico, en base a los porcentajes del gráfico anterior, para el año 2013,

tomando como base la información del Anexo 1, publicada en el WEO², por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro 1: Contribución del Pib por sector económico del Ecuador
PERÍODO: AÑO 2013
EXPRESADO EN BILLONES DE DÓLARES CORRIENTES

SECTORES ECONÓMICOS	PORCENTAJES	AÑOS
		2013
Servicio Doméstico	0,20%	0,19
Acuicultura y Pesca de Camarón	0,50%	0,47
Pesca	0,60%	0,56
Refinación de Petróleo	0,90%	0,84
Suministro de Electricidad y Agua	1,90%	1,78
Alojamiento y Servicio de Comida	2,00%	1,87
Actividades de Servicios Financieros	3,00%	2,81
Correo y Comunicaciones	3,80%	3,56
Administración Pública Defensa	5,90%	5,53
Actividades Profesionales Técnicas y Adm.	6,10%	5,72
Transporte	6,80%	6,37
Agricultura	7,50%	7,03
Enseñanza y Servicios Sociales y de Salud	8,20%	7,69
Petróleo y Minas	9,90%	9,28
Comercio	10,00%	9,37
Construcción	10,20%	9,56
otros servicios	10,50%	9,84
Manufactura	12,00%	11,25
TOTAL PIB	100,00%	93,746

Fuente: Anexo 1 WEO, Gráfico 1 Contribución Sectorial al PIB del Ecuador

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Este porcentaje proporciona una idea de la importancia relativa del sector a la economía del país.

² WEO significa World Economic Outlook, que es una publicación estadística trimestral emitida por el Fondo Monetario Internacional y publicada en su página web.

1.1.1.1 Industria de Servicios Empresariales en el Ecuador y Subsector al Cual Pertenece la Empresa SI

Estando conscientes de que las empresas de servicios forman parte de uno de los más importantes motores económicos del país y dado el enfoque del presente trabajo, es muy importante dar a conocer la definición de dos autores, en relación con este tipo de empresas; la primera, de William Santón, Etzel y Walker 2004, Fundamentos de Marketing 13 edición (pág. 333,334): “Los servicios son actividades identificables e intangibles que constituyen el objeto principal de una transacción, cuyo fin es satisfacer las necesidades o deseos del cliente”; la segunda, es la proporcionada por Philip Kotler 2004, Marketing de Servicios Profesionales (pág. 9,10): “Un servicio es cualquier actividad o beneficio que una parte ofrece a otra; son esencialmente intangibles, y no dan lugar a la propiedad de ninguna cosa. Su producción puede estar vinculada o no con un producto físico.

Para un análisis más detallado de la información macroeconómica de una empresa es muy importante tomar en consideración la información pública disponible a través de la Superintendencia de Compañías. Según el sistema de información CIU revisión 4³, utilizado por dicha entidad, la empresa SI pertenece a la sección de industrias M, *Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas*; y dentro de ella, a la clase de industrias M6920, *Actividades de Contabilidad, Teneduría de Libros y Auditoría*.

³ CIU significa Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas.

Según los estados financieros por industria, elaborados por la Superintendencia de Compañías, esta clase de industria tuvo ingresos operacionales aproximados de \$ 47, 266 millones durante el año 2013; habiéndose registrado un crecimiento aproximado del 13 %, en relación al año anterior. Si para el año 2014 la tendencia de crecimiento se mantuviera en las mismas cifras, la participación de la empresa sería para ese año, de apenas el 0.5 %. Cabe mencionar que, la participación de mercado de la empresa SI disminuyó considerablemente en el año 2014, respecto de los años 2012 y 2013; en razón de los acontecimientos relacionados con cierta pérdida de la cartera de clientes; así como, por la enfermedad y posterior fallecimiento de su socio principal⁴. En el Anexo 2 se incluyen partidas seleccionadas de los estados financieros de las empresas de la clase de industrias antes referida, respecto de las empresas pequeñas domiciliadas a nivel nacional, y de los años 2012 y 2013.

De acuerdo a una clasificación elaborada por el Servicio de Rentas Internas del Ecuador⁵, las empresas que se ubican como las de mayor ranking, desde el punto de vista de ingresos y recaudación de impuestos, son las que se detallan en el Gráfico 2; el mismo que se incluye a continuación.

⁴ Más adelante se tratará con más detalle este aspecto.

⁵ Al cual, en adelante, nos referiremos simplemente como SRI.

Gráfico 2: Ranking sectorial de servicios empresariales

Expresado en millones de dólares corrientes

Período: 2011-2012

 RANKING SECTORIAL							
SECTOR SERVICIOS EMPRESARIALES							
Rk.	Razón Social	Provincia	Ingresos 2011	Ingresos 2012	Var.	Impuestos	Utilidad
1	BUSINESSWISE S.A.	PICHINCHA	58,43	76,58	31,05	0,08	0,28
2	SKE&C CONSULTORES ECUADOR S.A.	PICHINCHA	113,28	63,88	-43,61	0,57	0,00
3	WORLEYPARSONS INTERNATIONAL INC	PICHINCHA	-	62,98	-	0,63	2,17
4	G4S SECURE SOLUTIONS ECUADOR CIA. LTDA.	PICHINCHA	38,09	59,63	56,54	0,60	2,17
5	BROADNET S.A.	GUAYAS	43,39	59,13	36,28	-	0,00
6	TALLERES PARA MAQUINARIA INDUSTRIAL AGRICOLA S.A.	GUAYAS	47,01	53,72	14,29	0,30	1,14
7	GLOBAL TELEMATIC SOLUTIONS GTSECUADOR CIA. LTDA.	PICHINCHA	52,88	49,01	-7,31	0,10	0,50
8	C&S- SEPRIV CIA. LTDA.	PICHINCHA	29,22	33,43	14,40	0,23	1,32
9	SERVICIOS DE SEGURIDAD ARMILED CIA. LTDA.	PICHINCHA	29,33	32,88	12,11	0,31	1,27
10	IPG MEDIABRANDS S.A.	GUAYAS	28,35	30,35	7,06	0,07	0,33

Fuente: Información financiera, SRI / Fecha de corte: 28-05-13

Si bien las cifras corresponden a los años 2011 y 2012, son muy ilustrativos de los niveles de ingresos que estas empresas obtuvieron en esos años. Se puede apreciar una baja carga tributaria, derivada de niveles bajos de utilidad reportados. Posiblemente, ello se deba a la excesiva presión que las empresas deben afrontar, por factores de competitividad nacional. Si se consideran estas cifras y las ventas a precios corrientes de la empresa SI para el año 2014, son de \$ 268.975, se puede deducir que estas son poco significativas, en relación con las empresas arriba señaladas.

Contribuciones Regionales y Provinciales

Según datos del Banco Central del Ecuador (BCE), las provincias de Pichincha, Guayas, Azuay y el Oro concentran el mayor movimiento

económico del país,⁶ y poseen un alto consumo intermedio per cápita; lo que quiere decir, que tienen un valor promedio alto de consumo de bienes y servicios, dejando al resto de las ciudades un mercado libre por explotar. (Ekos Negocios, 2013)

A continuación, se analizarán los aspectos más importantes que influyen en las empresas que se desenvuelven o tienen sus actividades en el Ecuador, como en el caso de las empresas objeto de estudio.

1.1.1.2 Factores Político - Legales

Respecto de los aspectos políticos, relativos al Ecuador y en los que se desenvuelven las empresas se deben mencionar algunos aspectos relevantes y que son de dominio público y que han sido referidas, en parte por El Diario La Hora, publicado el 12-01-15:

- Es claro el dominio del partido actual de gobierno, desde hace unos siete años.
- Las preferencias y aprobación de la gestión del gobierno actual se mantienen altas.
- Es notorio el rol poco fiscalizador de la Asamblea Nacional, respecto de las acciones del actual Presidente de la República.

⁶La mayor cantidad de empresas se encuentra en las provincias de Pichincha, Guayas, Azuay y el Oro, representado su número, alrededor del 85% del total de las organizaciones. El 90% de los ingresos de las empresas proviene de estas provincias.

- Prácticamente, todos los poderes del Estado están bajo control del Régimen actual, presentándose una especie de monarquía.
- Las reformas legales derivadas de la Asamblea Nacional han facilitado las tareas del actual Régimen y han sido tomadas por la mayoría aplastante del partido de gobierno.

Desde el punto de vista legal, cabe destacar que las reformas de carácter tributario, emprendidas por la Asamblea Nacional han tratado de allanar el camino del gobierno para incrementar las recaudaciones fiscales. Además, en este régimen se puso en vigencia la necesidad de efectuar las denominadas declaraciones patrimoniales. El rol del SRI en este campo es fundamental, porque uno de los objetivos para cada uno de los años ha sido ir mejorando la recaudación tributaria. Recuérdese, que es en este régimen también, que se puso en vigencia el cobro del *Impuesto a la Salida de Divisas*.

El planteamiento de una serie de reformas laborales fue la tónica de los últimos meses del año 2014. No se han llegado a aprobar dichas reformas, pero su tratamiento y posterior aprobación se llevará a cabo, seguramente, en los próximos meses. Dentro de ellas, y que afectan a las empresas se encuentra aquella disposición relacionada con el mínimo que debe percibir un trabajador de manera mensual, en relación con la remuneración del funcionario de mayor escala salarial.

La cantidad de reportes que las empresas deben preparar y enviar a las autoridades de control ha ido en crecimiento, haciendo necesaria la contratación directa o indirecta del personal necesario para atender tales requerimientos. Esto dificulta la labor empresarial y obliga al incremento del personal de apoyo de las mismas.

La voracidad del estado, desde el punto de vista de ingresos, se puede visualizar de manera inequívoca, en la disposición cuya aprobación se buscará próximamente en el seno de la Asamblea Nacional; mediante la cual, se desea establecer que el Estado perciba el 12% de las utilidades de las empresas de comunicaciones, en desmedro de los trabajadores de tales empresas.⁷

Todos los factores antes citados y otros adicionales, no citados expresamente, han ido configurando importantes barreras de entrada para las empresas que se constituyen o desean incrementar su nivel de actividad. De hecho, el panorama anterior no ha permitido que las inversiones extranjeras en el país terminen de despegar y constituyan una importante fuente de ingresos de divisas para el Ecuador.

Según publicación del Diario El Comercio (2014), el Ecuador apenas captó el 0,3% de la inversión extranjera directa que fluyó hacia Sud América durante el año 2013. Esto refleja el temor de las empresas por invertir en el país. Claro está que, aparte del entorno político y legal inestable,

⁷ Esto se encuentra en trámite previo, según lo manifestado por el Ing. Armando Lituma, telefónicamente, el día 12-01-15.

influyen otros aspectos, como de oportunidad de negocios en ciertas actividades empresariales. (Diario El Comercio, 2014)

Es un poco difícil que todo esto se revierta en el futuro próximo; en razón, de la crisis de los precios de los productos básicos que se observa a nivel mundial. La importancia que el actual gobierno está otorgando al cambio de la matriz productiva podría a largo plazo sentar las bases para que esta tendencia se modifique de manera importante.

Todo ello, ha generado un ambiente poco propicio para la inversión extranjera y para que el motor de la economía sea el sector privado y no el público, como ha sido la tónica en los ya 7 años cumplidos de la presidencia del Sr. Econ. Rafael Correa.

Quizás algo positivo para las empresas, en los últimos años, ha sido la implementación del sistema de dolarización, por cuanto han podido gozar de cierta estabilidad, para efectos de la planificación de los negocios, sin embargo, en los últimos meses, y en virtud de la crisis mundial en los productos primarios, esto se está convirtiendo en una camisa de fuerza para el actual gobierno. Incluso, algunos expertos en la materia han mencionado la posibilidad de una desdolarización. Existen alrededor de esto, algunos aspectos que apuntan hacia esa tendencia y nos referimos, en concreto, al uso del dinero electrónico.

Otro factor positivo para las empresas, durante los últimos años es el hecho de que las tasas activas para las operaciones bancarias se encuentran

reguladas, y por ello, en especial las operaciones de la CFN o aquellas de la Banca, para las empresas de cierto tamaño, son relativamente asequibles para la utilización de deuda financiera; considerando además la deducibilidad de los costos derivados de ella para efectos tributarios; así como, para el cálculo del 15% de participación laboral.

1.1.1.3 Factores Económico - Sociales

El Ecuador es un país que, por ser emergente, depende de pocos productos para el desarrollo de su Producto Interno Bruto (PIB), como lo es el caso del petróleo. El país se verá muy afectado por la caída de precio de este bien, dada su importante dependencia respecto de las exportaciones del mismo. En los actuales momentos se está dando una disminución sostenida de los precios del petróleo; situación que ha dado lugar, dada su dimensión, en los últimos días, a una disminución del presupuesto del Estado en alrededor de 1420 millones de dólares, según lo anunció el Ministro de Finanzas a los medios de comunicación, el día 05-01-2015.

a) Evolución del PIB

En el Gráfico incluido en el Anexo 3, se representan las diversas etapas de la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) ecuatoriano. En una primera etapa (años 1966 a 1980) se puede apreciar un crecimiento relativamente alto. Luego, entre los años 1981 a 1995, se aprecia una considerable baja de la tasa de crecimiento.

Posteriormente, en el periodo: 2000 - 2013 se produce una mejoría en dichas tasas promedio de crecimiento, alcanzado un 4,3 % anual promedio. Mientras que en el año 2013, el crecimiento fue del 4,5 %. Estos años corresponden a la etapa en que se ha vivido bajo el *Régimen de Dolarización* de nuestra economía.

Como se puede apreciar, el país no ha logrado obtener de manera sostenida, tasas de crecimiento importantes. Las perspectivas para los próximos años, dada la recuperación del dólar, la caída de los precios del petróleo, la poca influencia de inversión extranjera al país y el creciente endeudamiento, son bastantes pobres.

Previsiones Económicas del Banco Mundial FMI para el País

A pesar de lo expuesto, hasta hace algunos meses el Banco Mundial había previsto tasas interesantes de crecimiento del PIB para los próximos años, ya que no estuvo prevista la reciente caída del precio del petróleo, ocurrida a finales del año 2014. Esto se puede apreciar en el Anexo 1, Proyecciones para el Ecuador del World Economic Outlook (WEO) octubre 2014. Según el WEO publicado por el FMI, a finales del mes de octubre pasado, en su página web, la previsión de crecimiento del PIB del Ecuador para los años venideros era como se muestra en el cuadro siguiente:

Cuadro 2: Tasa de crecimiento prevista del Pib del Ecuador**Período: 2015-2019**

Año	Tasa
2015	6,36%
2016	6,65%
2017	8,60%
2018	7,17%
2019	7,21%

Fuente: WEO World Economic Outlook Anexo 1**Elaborado por:** Geomara Cano Heras

Como se puede concluir, es evidente que estas tasas de crecimiento previsto van a disminuir. Por ello, las tasas que se han considerado para el presente trabajo son inferiores.

b) Balanza Comercial

A pesar del comportamiento antes referido, la Balanza Comercial ecuatoriana se mantiene con un saldo positivo, gracias a otros productos como el camarón, banano y cacao.; además, de la reducción de las importaciones debido al alza arancelaria y al establecimiento de cuotas en la importación de ciertos bienes, como vehículos y otros. Esto favorecerá al país para obtener un superávit en su Balanza Comercial o aplacar de alguna manera su déficit.

En el Anexo 4, se puede visualizar un superávit de \$135,2 millones para el año 2014, lo que representa una recuperación del 111% del comercio internacional ecuatoriano.

En lo que respecta a la Balanza Comercial Petrolera, ésta presentó un saldo favorable de \$6386,2 millones en ese año, un 7% menor que el superávit obtenido en el año inmediato anterior, esto se debió a una caída en el precio unitario por barril de petróleo en un 6,7%. Las perspectivas de un déficit de la Balanza Comercial son inminentes; es por ello que, en días pasados se emitieron disposiciones que disminuyen, por ejemplo, la importación de vehículos para el año 2015, en un 50%, respecto del año anterior.

c) Apreciación del Dólar de los EUA

Para el año 2015 se revelan grandes desafíos. América Latina expresa elevadas probabilidades de apreciación del dólar, ya que, países en el Medio Oriente y Europa aumenta su producción de petróleo; así mismo, EEUU tiene la gran convicción de auto sostenibilidad desde el punto de vista estratégico; es decir, de reducir sus importaciones petroleras para utilizar lo que ese país produce. Todos estos factores influirán en una caída aún mayor del precio del petróleo para los meses posteriores, tal como ha sido la tónica en los últimos meses. (Pontificia Universidad Católica del Ecuador - PUCE, 2014). Se espera que el precio del petróleo se incremente a finales del año 2015. Obviamente, que no se prevé un incremento de acuerdo a los niveles a los que el Ecuador se había acostumbrado.

d) Aspectos Laborales

Con respecto al índice de salarios reales se puede mencionar que a partir de la depreciación del sucre y la crisis del año 1998, los salarios tuvieron una tendencia al alza. La dolarización permitió recuperar el poder de compra de la población.

Según las predicciones, el empleo y subempleo, se verá afectado consistentemente en el en los próximos meses, ya que el estado mejorará los niveles de liquidez, reestructurando el gasto y disminuyendo la inversión pública. Los bajos ingresos de las exportaciones de petróleo afectarán, inclusive, al sector de la construcción; lo cual, podría empeorar las condiciones laborales y las ofertas de empleo.

En el numeral relativo a los aspectos políticos y legales, se habló de aspectos laborales; sin embargo, en el presente numeral se debe mencionar el comportamiento de los salarios en el Ecuador. El incremento del SBU para el año 2015 se situó en apenas un 4,11%, respecto de su similar del año inmediato anterior. Esto de cierta manera modifica la tendencia que se había venido observando en el país. Esto significa que la tasa de crecimiento de este rubro no fue como la observada en años anteriores, tal como se muestra en el cuadro que se incluye en el Anexo 6.

A continuación, se presenta la evolución del SBU, en precios corrientes, del Ecuador para diversos años; así mismo, se calculó la tasa de crecimiento de ese rubro; así mismo, se incluyó la tasa de inflación del respectivo año.

Cuadro 3: Evolución del SBU del Ecuador, a precios corrientes, tasa de crecimiento anual y tasa de inflación

Período: 2006-2015

Año	SBU vigente en \$	Tasa de crecimiento	Tasa de inflación anual
2006	160		2,90%
2007	170	6,25%	3,30%
2008	202	18,82%	8,80%
2009	218	7,92%	4,30%
2010	240	10,09%	3,30%
2011	264	10,00%	5,40%
2012	292	10,61%	4,20%
2013	318	8,90%	2,70%
2014	340	6,92%	3,00%
2015	354	4,12%	3,00%

Fuente: (Diario PP El Verdadero, 2013)

Elaborado por: Geomara Cano

A pesar de que se observa una disminución de la brecha entre la tasa de crecimiento del SBU respecto de la tasa de inflación⁸; sin embargo, para los empresarios el hecho de incrementar los salarios, en términos reales, resulta una carga pesada que afecta a la capacidad de contratar nuevos empleados, sobre todo de niveles bajos. (Pontificia Universidad Católica del Ecuador - PUCE, 2014)

⁸ Las tasas de inflación de los años 2014 y 2015 son proyectadas.

En el Anexo 6, se puede apreciar que el índice de salario real tuvo un crecimiento notable hasta el año 1997; posteriormente, dicho índice disminuyó, debido a la alta inflación y a la depreciación de la moneda. Entre los años 2000 y 2013, en donde se vive la etapa de la dolarización, se presentó un crecimiento de los salarios en un 60%.

e) Presupuesto General del Estado

A pesar de que algo se comentó sobre este aspecto en un numeral anterior, se debe mencionar que las expectativas para la economía el país, a la luz de los acontecimientos referidos con anterioridad, se han visto reflejadas en la fijación inicial del Presupuesto del Estado para el año 2015 y en su posterior disminución, en 1420 millones de dólares antes referida. Dicha reforma, se la efectuó debido, principalmente, a que el precio del petróleo tuvo una baja considerable, puesto que el Estado tenía previsto un precio unitario por barril de \$79 y ahora se ubica en un precio muy inferior; todo esto hizo que el Ministerio de Finanzas efectúe un ajuste en su presupuesto al gasto público, ya que no se contará con los ingresos del Estado, inicialmente proyectados.

En el Anexo 7, se detalla una proforma del Presupuesto del Estado prevista inicialmente para el año 2015; considerando que el Ministerio de Finanzas ajustará dicha proforma a 34897 millones de dólares.

Por otro lado, el Banco Central del Ecuador, utilizó la reserva internacional de libre disponibilidad emitiendo bonos del Estado en mercados internacionales. Para el 2014 se obtuvieron, aproximadamente, 2.000 millones de dólares por esta vía; esto permitirá cubrir las necesidades de financiamiento del país; así como, tener una reserva para futuras dificultades, ante la baja del precio del petróleo.

f) Inflación

La inflación en el Ecuador no ha reflejado demasiada variación en los últimos años. Entre los años 2012 y 2014 se ha situado entre el 4,2% y el 3%. Se espera que la misma sea similar para el año 2015; aunque dadas las circunstancias, esto parece poco probable. En este aspecto el hecho de tener una economía dolarizada ha permitido tener una inflación como la anotada.

En el Anexo 8, se incorpora los datos de la inflación observada en el país. Como se desprende de dicho gráfico al inicio del periodo de dolarización, las cifras de la inflación eran altas para luego situarse en alrededor del 4%, en promedio. A finales del año 2014 se sitúa en alrededor del 3% y para el año 2015, en adelante en dicho gráfico se prevé una inflación de alrededor del 3,5% anual.

1.1.1.4 Implementación de NIIFS en el Mundo y en el Ecuador

A nivel Internacional, la Implementación de NIIFS se ha convertido en un factor relevante para las empresas que brindan servicios de Contabilidad, Asesoría Contable y Auditoría; ya que, la globalización de las economías y de las empresas hace indispensable converger a un único cuerpo normativo contable.

Las NIIF surgen por la necesidad de unificar la elaboración y presentación de los estados financieros de las empresas y, por consiguiente, facilita su lectura y análisis por parte de usuarios de distintos países. Además, permite la comparación de empresas de similar tipo de negocio, pero que desarrollan sus actividades en países y regiones diferentes. Al brindar la posibilidad de comparar la información financiera de empresas en todo el mundo, las NIIF constituyen un único conjunto de parámetros que sirven de base para analizar el desempeño y situación de las empresas, incrementando la transparencia y confianza para los inversionistas, a nivel internacional.

En el Ecuador, la Superintendencia de Compañías emitió una resolución⁹, mediante la cual se establecía un cronograma para la implementación de las Normas internacionales de Información Financiera. Se crearon tres grupos de implementación gradual. A la fecha todas las empresas que se encuentran bajo el control de dicha

⁹ No. 08.G.DSC.010 de 2008.11.20, R.O. No. 498 de 2008.12.31

entidad deben reportar bajo las NIIF. Las empresas calificadas como Pymes están obligadas a reportar bajo los lineamientos de la NIIF para Pymes; mientras que, otras empresas deben reportar en función de las NIIF completas. Los requisitos para ser calificadas como Pymes se detallan en el siguiente gráfico:

Gráfico 3: Resolución para la implementación de NIIF en PYMES

LA NIIF PARA LAS PYMES EN EL ECUADOR:

Resoluciones de la Superintendencia de Compañías del Ecuador:

Resolución No. SC.ICI.CPAIFRS.G.11.010, NIIF para las PYMES.

La Superintendencia de Compañías del Ecuador, en octubre de 2011 emite el Reglamento NIIF con Resolución No. SC.ICI.CPAIFRS.G.11.010, que entre otras cosas incluye:

Para efectos del registro y preparación de estados financieros, la Superintendencia de Compañías califica como PYMES a las empresas que cumplan las siguientes condiciones:

Activos totales inferiores a **CUATRO MILLONES DE DOLARES**

Registren un Valor Bruto de Ventas Anuales inferior a **CINCO MILLONES DE DÓLARES**; y,

Tengan menos de **200 trabajadores** (personal Ocupado). Para este cálculo se tomará el promedio anual ponderado.

Se considerará como base los estados financieros del ejercicio económico anterior al período de transición.

Los plazos para entregar el cronograma de implementación NIIF PARA LAS PYMES en la Superintendencia de Compañías vencieron en el año 2011.

Con un click puede llegar una útil matriz de relación [NIIF con NEC y las NIIF para PYMES](#)

Fuente: Resolución No. 08.G.DSC.010 de 2008 Superintendencia de Compañías.

A nivel local, los beneficios también son numerosos, desde el rediseño de los sistemas internos de gestión a la mejora de la presentación de los resultados financieros y la creación de mejores herramientas de análisis de desempeño. Las NIIF aportan un renovado nivel de valor estratégico a la información financiera. Las empresas tenían un periodo de transición hacia las NIIF, impuesto por la norma descrita. Además, debían desarrollar un plan al más alto nivel, con el fin de gestionar la transición, de modo integral.

Un estudio de la firma Baker Tilly USA, efectuado para la Superintendencia de Sociedades de ese país, encontró que la adopción plena de las NIIFs representaría una caída de 5,6% en el patrimonio del conjunto de empresas, aunque también a futuro podrían mejorar las utilidades.

Dado el comunicado de la firma, esto se debe a que muchas de las empresas incrementaron los avalúos de la PPE, de manera previa a la preparación de los balances de apertura bajo NIIFs, proceso que afectó al patrimonio. (Beaford, 2014).

Según una investigación de la Revista Vistazo 2015, El impacto de las NIIFs, publicada en 01 de enero de 2015, el Ecuador fue el segundo país sudamericano en la aplicación de NIIF, y cuyos resultados arrojaron lo siguiente:

- En el 57% de los casos se vio reflejado un ajuste a valor razonable de los activos fijos.
- En un 29% de los casos se determinó un ajuste en activos biológicos.
- En un 50% de los casos se ajustaron obligaciones por beneficios definidos.

- Y por último, el 93% las empresas ajustaron sus activos y pasivos por impuestos diferidos.

Otros impactos reflejados en muchas de las empresas, fue la modificación de sistemas de información financiera; así como, una reestructuración organizacional para que las normas mencionadas anteriormente, se cumplan con exactitud. Es probable que en la transición de sus estados financieros se refleje un deterioro o pérdida de sus activos, pero en el futuro se retribuirá en beneficios.

1.1.2 Micro Ambiente

Los factores que influyen en el micro ambiente son aquellos relacionados directamente con la empresa y que afectan a las actividades de negocio de la misma. Se realizó un análisis de los clientes, tipos de servicios que se ofrece a cada uno, además de la competencia generada en el mercado.

La empresa ha mantenido una relación de varios años con sus clientes; ya que, está en el mercado alrededor de treinta años. A pesar de que, con algunos clientes, se terminaron las relaciones de negocio por un tiempo, la empresa mantuvo el contacto; permitiendo de esa manera lograr su recuperación, eventualmente.

La empresa mantiene clientes tan solo a nivel nacional, y estos generalmente son empresas dedicadas a la prestación de servicios, aparte de otras de los sectores comercial e industrial, aunque en menor proporción. A continuación, en el

Cuadro 4, se ha incluido una lista de los principales clientes que la empresa mantiene en la actualidad.

La empresa Servicios Integrados Cía. Ltda., es una empresa que ha permanecido mucho tiempo en el mercado, como se mencionó anteriormente; por lo cual, a lo largo de su trayectoria, no había tenido competencia importante.

Dados los últimos acontecimientos que tuvo que enfrentar la empresa, sobre todo durante el año 2014, y que finalmente desembocaron en una importante disminución de sus niveles de actividad, la base de clientes disminuyó de manera notable. En este año 2015, la empresa tiene el reto de recuperar el terreno perdido. Eso es algo imperativo.

Cuadro 4: Detalle de los principales clientes de la Empresa SI

CLIENTE	TIPO DE EMPRESA
CIAPISA S.A.	Servicios Arrendamiento
FUNDAMEDIOS	Comunicación
HIRTZ SCHSSMANN CHRISTOPH	Servicios Empresariales
HMO SYSTEMS DEL ECUADOR CIA. LTDA.	Servicios Médicos
NEGOCIOS INMOBILIARIOS NEGOPALACE S.A.	Servicios de Transporte
OPERADORA DE TURISMO OPERPALACE S.A.	Servicios de Transporte
UNIDOS LIMPIORAS	Mantenimiento
HOSTERIA LA CIENEGA CIA. LTDA.	Hostería
LUNA FIALLOS LUNATUR CIA. LTDA.	Hostería
PANCHONET S. A.	Servicios Internet
QUÍMICA COMERCIAL CIA. LTDA.	Productos Químicos
LECHATEAU CIA. LTDA	Industrial Textil

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Además, se debe dar a conocer que las empresas cliente se encuentran domiciliadas, ante todo, en la ciudad de Quito o sus cercanías; aunque un par de ellas, están ubicadas fuera de la ciudad.

En la actualidad, en función del nivel de ventas de la empresa SI, se puede decir que el número de competidores directos es más grande que a finales del año 2013.

En base a la información recabada en la página web de la Superintendencia de Compañías (SC) el día 12-01-15 se da a conocer que en la sección M, Actividades profesionales, Científicas y Técnicas, al año 2012 existían un total de 1904 compañías activas en todo el país. Recuérdese que la clase de industrias a la cual pertenece la empresa SI es la M6920, Actividades de Contabilidad, Teneduría de Libros y Auditoría. Lamentablemente, la información de la SC no es proporcionada a este nivel menor. Esta clase, al año 2012, apenas genera un 1,73% los ingresos operacionales de la sección citada.¹⁰

En este punto, es necesario comentar que la calidad de la información proporcionada por la SC es bastante limitada y se emite con mucho retraso. Para una investigación seria, este tipo de información debería poseer otras características. Esto permitiría elevar el nivel de las conclusiones a las cuales se podrían arribar.

¹⁰ Según se pudo consultar en la misma página web.

Algo que se debe tomar en cuenta, es que de los ingresos de la empresa SI, para el año 2014, en un 80% está vinculado con trabajos relacionados con temas de Contabilidad; mientras que, el restante 20%, corresponde a servicios de consultoría y asesoría, en temas diversos relacionados con impuestos y aspectos financieros. Por esta circunstancia, es necesario que la empresa incremente su volumen de negocios en temas relacionados con asesoría y consultoría y en la implementación de las NIIF.

Eventualmente, en el futuro, cuando el volumen de negocios se incremente otra vez, la empresa pensará en ampliar sus operaciones, a nivel regional e internacional.

Algo muy importante es que la empresa no ha incursionado en los últimos años en el campo de la capacitación, en temas relacionados con su especialidad. Como se conoce, la capacitación es un vehículo muy importante para promocionar los productos que ofrece una empresa de servicios. De hecho, el incursionar en este campo, es una manera de ampliar la base de clientes de las empresas consultoras.

La empresa tampoco brinda servicios de Auditoría. Es de pensar que en el futuro, podría incursionar también en ese campo.

1.2 SITUACIÓN ACTUAL INTERNA DE LA EMPRESA

Con la finalidad de establecer un panorama global de la Empresa Servicios Integrados Cía. Ltda., a continuación, se presentará el tipo de negocio, la estructura organizacional

de la empresa; así como, su situación legal, financiera; así como, las percepciones tanto de clientes, como de proveedores.

1.2.1 Historia de la Empresa

La empresa Servicios Integrados Cía. Ltda. inició sus actividades hace más de 30 años, ofreciendo servicios de contabilidad con un computador Burroughs L 4000 y sus propios programas desarrollados por la firma. Hoy en día dispone de la más moderna tecnología para brindar sus servicios en la rama contable y consultoría empresarial; aunque ha dejado la actividad de desarrollo de software de computación.

La empresa ha evolucionado durante un cuarto de siglo, al haber participado activamente en el desarrollo empresarial del país; convirtiéndose en testigo de excepción de las transformaciones profundas que se originaron con el boom petrolero en el año de 1972 hasta la actualidad, cuando los sectores productivos enfrentan nuevas condiciones, principalmente, generadas por la globalización y liberación de la economía, así como por la internacionalización del comercio.

Durante este lapso, bajo la inspiración y guía de su Gerente General, quien en vida fue Don Patricio Tinajero, expandió sus operaciones y radio de acción hasta convertirse en una de las más dinámicas organizaciones de servicios que ha logrado incluir entre sus clientes a compañías líderes del mercado. Estas empresas se han encontrado localizadas en Quito, Ambato y Guayaquil; se beneficiaron diariamente de las tecnologías de punta y eficaces esquemas de trabajo de Servicios Integrados SI Cía. Ltda.

La empresa SI es una organización que tiene algunas décadas de experiencia en el mercado y consiguió conformar un equipo de selectos profesionales contables y de sistemas, los mismos que apoyados por otros profesionales asociados, especializados en: derecho, cálculo actuarial, tributación, legislación laboral, Normas Internacionales de Información Financiera entre otras disciplinas vinculadas a la gestión empresarial, proporcionaban los servicios que sus clientes requerían en áreas fundamentales, tales como: contabilidad enfocada al desarrollo de la unidad empresarial y auditoría interna con informes cuidadosamente elaborados, que recogen no solo el análisis de los estados financieros, sino que adicionan puntos de vista y enfoques sobre el entorno de la entidad, destinados a proporcionar orientación de utilidad para una amplia comprensión de los informes emitidos, asesoría o asistencia técnica organizacional y financiera, con el soporte jurídico pertinente, para la expansión o racionalización de la empresa - cliente constituyéndose en punto de apoyo para la gestión que debe cumplir el nivel ejecutivo de la organización - cliente. Lamentablemente, en la actualidad la empresa ya no cuenta con un departamento de sistemas.

Servicios Integrados ahora opera ceñida a los cánones establecidos internacionalmente para las firmas de Contadores Públicos y ha seleccionado para su campo de acción las líneas de servicio que se mencionaron. Cuenta con un Consejo Consultivo, en cuyo seno se analizan los planes y estrategias que la firma debe seguir. Se lleva a cabo una planificación a largo plazo, que generalmente se define para cinco años. También ha establecido un Comité Técnico, que con más amplitud, será analizado en la sección correspondiente a

la estructura de la empresa. Ese comité vigila y califica el desempeño de cada uno de los miembros de la firma, en forma permanente.

El conjunto de labores técnicas de la empresa SI eventualmente, se apoyaba en la División de Sistemas, que se encargaba de producir los sistemas automatizados para el consumo interno. Ellos desarrollaban, tanto programas simples de aplicación inmediata, en casos específicos, para cada uno de los trabajos; así como, sistemas completos y de gran complejidad, destinados a automatizar íntegramente una empresa o corporación. Esta tarea tomaba en cuenta las características de la empresa-cliente, de tal forma que estaban en condiciones de entregar un servicio personalizado para llegar a niveles de excelencia. Este tipo de servicio ya no es entregado por parte de la empresa; en la actualidad la tecnología del sistema contable, así como, su mantenimiento y actualización es realizada por una tercera persona ajena a la empresa, experimentada en el ámbito. De todas maneras este software contable es utilizado para proporcionar los servicios contables de manera ágil. Su robustez ha sido un puntal para la organización. Cabe mencionar, que es un software que puede correr sobre diversas plataformas.

El trabajo de la empresa, ha servido para el desarrollo y expansión de sus clientes. Un alto porcentaje de estos, son empresas que actualmente se encuentran a la vanguardia de las actividades que cada una de ellas desarrolla. Como simple ejemplo se puede mencionar algunos clientes que utilizaron los servicios de esta firma como son: Grupo Mariscal, del cual formó parte la acreditada Imprenta Mariscal; Industrias Oro, quien fue líder nacional en la

fabricación de filtros para automotores; Febres Cordero, Compañía de Comercio; TV Cable, en sus inicios; Hostería Luna Run Tun; Hostería La Ciénega; Química Comercial, y la renombrada Universidad San Francisco de Quito; la cual, hasta hace poco fue el cliente más antiguo que mantuvo la firma; siendo esta entidad, bastante innovadora en el sistema de educación superior y situándose entre las mejores instituciones educativas del país.

La empresa Servicios Integrados cuenta con una completa y actualizada infraestructura física, tecnológica y administrativa utilizada por el equipo profesional en el cumplimiento de sus metas. Este es uno de los secretos del éxito de esta empresa.

Desde la máquina Burroughs L 4000 del lejano 1973; con la cual atendió a sus clientes en sus inicios, ofreciendo los servicios de contabilidad; además, se dedicó a la elaboración de proyectos, que se hacían para que las empresas logren créditos para su puesta en marcha, Implantó los más modernos sistemas técnicos, operativos, administrativos de comunicación interna y externa, totalmente enlazados. La empresa ha estado operando hasta estos días, aunque con una importante disminución en su nivel de actividad; en razón de que, entre los años 2013 y 2014, la empresa enfrentó una lamentable enfermedad de su socio principal, quien finalmente falleció a mediados del año 2014.

Obtener estos resultados, exigió un enorme esfuerzo, sentido de riesgo y confianza en las posibilidades de desarrollo de los hombres de negocios inversionistas, empresarios, técnicos y trabajadores del Ecuador.

1.2.2 Estructura Organizacional y Recursos Humanos de la Empresa SI

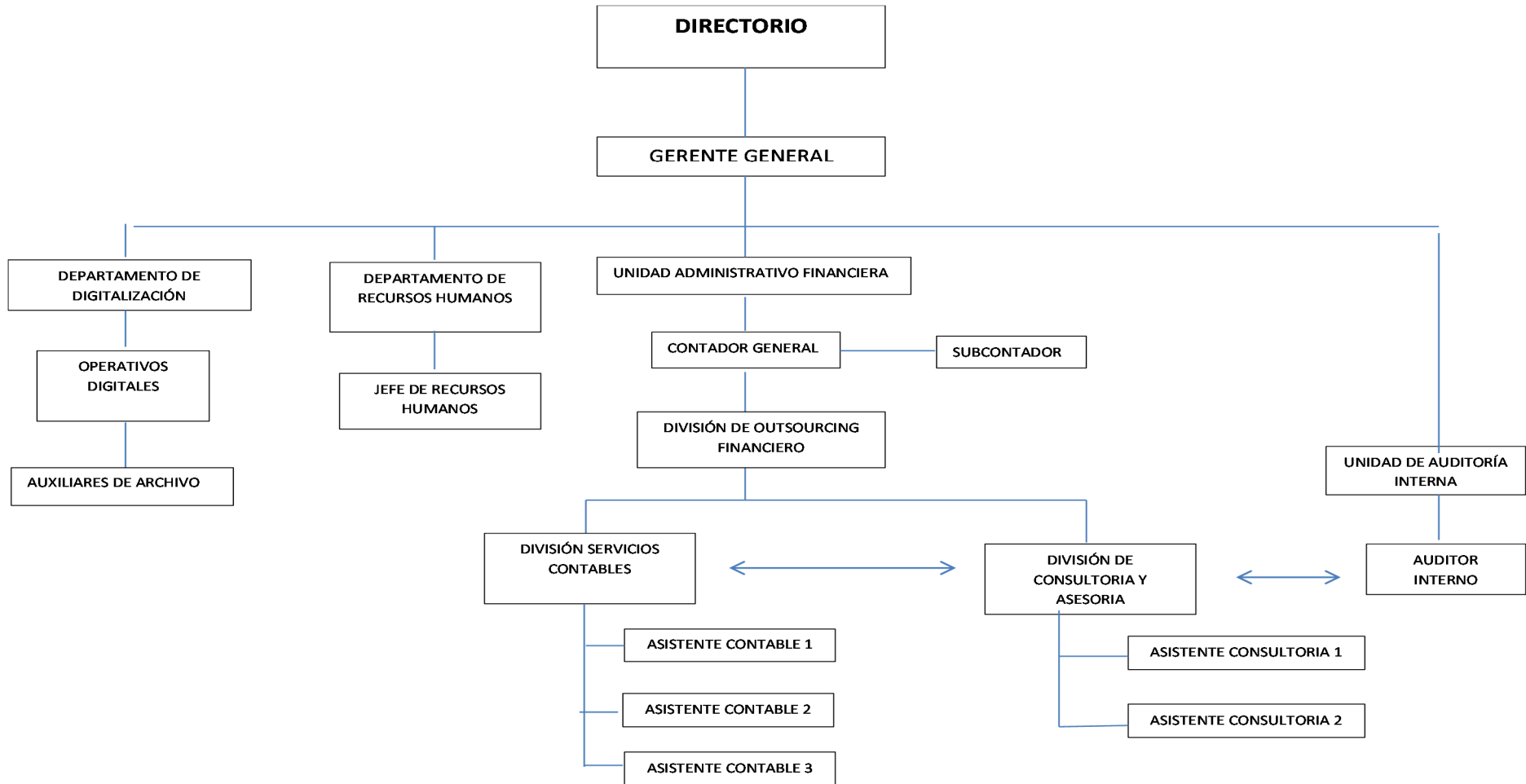
La empresa SI se estableció como una compañía limitada, hace aproximadamente treinta años. Tiene una estructura organizacional y funcional bien definida, que se puede apreciar en el manual de cargos y funciones de la empresa. Para el año 2014, se realizó una actualización de dicha estructura organizacional; en razón de su necesidad de recortar el personal de la empresa, por la pérdida de su cliente estrella, el grupo de la USFQ. Luego de eso, la empresa adquirió un nuevo cliente, la empresa Le Chateau y restableció relaciones con un par de clientes más.¹¹ Se espera que en los próximos años esta tendencia de crecimiento continúe.

A continuación, se presenta el Organigrama Estructural que fue delineado por la autora y la Gerente General de la entidad.

¹¹ CIAPISA S: y FUNDAMEDIOS, entre los principales.

Gráfico 4: Organigrama estructural de servicios integrados Cia. Ltda.

FECHA: 05-01-15



Fuente: Investigación realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

La empresa actualmente cuenta con 11 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Cuadro 5: Distribución funcional de los empleados

No	EMPLEADOS	CARGO
1	MARIA PATRICIA TINAJERO	GERENTE GENERAL
2	CANO YADIRA	CONTADOR GENERAL
3	ANDREA ALVAREZ	SUBCONTADOR
4	LOPEZ TANNYA	JEFE RECURSOS HUMANOS
5	PAZ RHINO	AUDITOR INTERNO
6	CANTUÑA MARIO	ASISTENTE 1
7	WENDY ZARATE	ASISTENTE 2
8	ANDRADE MARCO ANDRES	ASISTENTE 3
9	PASMIÑO PAUL	CONSULTOR 1
10	BARRENO CRISTIAN	CONSULTOR 2
11	LOPEZ STEPHANIA	AUXILIAR DE ARCHIVO

Fuente: Investigación Manual de Cargos y Funciones

Elaborado por: Geomara Cano Heras

- Gerente General: la Gerencia General es desempeñada por una de las propietarias de la empresa, quien a su vez es una de las herederas de quien fue el socio mayoritario y dueño de la empresa. El Gerente General es la persona encargada de la toma de decisiones y de la logística de la empresa; además, tiene a su cargo la representación legal de la empresa; así como, establecer contactos en el mercado, que le permitan adquirir clientes en el futuro.
- Contador General: es la persona encargada de llevar el control de las operaciones diarias, gestiona y prepara los reportes financieros para los respectivos usuarios de la información. Tiene como funciones principales:

la preparación de estados financieros, declaración de impuestos al SRI, la presentación de información oportuna ante los entes de control, tales como la Superintendencia de Compañías, además está a cargo de la conciliación de la información contable, la preparación de presupuestos y la elaboración de reportes contables, para presentarlos a sus superiores.

- **Sub Contador:** es la segunda persona al mando en el área administrativo-financiera, ya que se lo considera el apoyo del Contador General. Realiza las mismas funciones de un Contador General, pero en menor grado; además de esto, revisa y controla todas las contabilidades que el outsourcing contable - financiero realiza.
- **Jefe de Recursos Humanos:** es la persona encargada de la gestión del talento humano de la empresa. Parte de sus funciones son: la elaboración de nóminas, de los reportes ante los entes de Control, como IESS y Ministerio Relaciones Laborales; también, es de su responsabilidad el llevar el control de los beneficios sociales; así como, de realizar el proceso de liquidación de las personas que salen de la empresa. Adicionalmente, coordina las actividades de capacitación y evaluación del personal de la empresa. Finalmente, se encarga de actualizar los manuales relacionados con el área de recursos humanos de la organización.
- **Auditor Interno:** es la persona encargada de revisar y controlar las contabilidades que lleva a cargo la empresa, como parte de sus actividades de negocio, para que estas cumplan con lo normas aplicables establecidas.

Es el apoyo del Contador General, asistentes contables y consultores-asesores.

- **Asistentes Contables:** son las personas encargadas, tanto de la parte operativa, como de la parte financiera. Como la empresa se dedica, en gran parte, a la prestación de servicios contables; cada asistente contable tiene varias contabilidades a su cargo; las cuales, tienen como objetivo general la presentación de los respectivos estados financieros y sus notas complementarias.
- **Consultores y Asesores:** son las personas encargadas de brindar consultoría y asesoría en temas contables, financieros, tributarios y eventualmente, laborales.
- **Auxiliar de Archivo:** es la persona encargada de digitalizar y comprimir toda la información contable, para que esta sea mantenida de manera digital. Realiza otras funciones extra, como la de asistente y apoyo a las otras unidades o departamentos.

1.2.3 Tipo de Negocio

Las empresas de servicios ejecutan una actividad que otros necesitan, a cambio de un precio. Este tipo de empresas deben haberse especializado previamente, en la manera de proporcionar ese servicio; ya que la calidad del mismo, será su mejor carta de presentación y recomendación futura; la cual se convierte en una

puerta de referencia para la obtención de futuros clientes y en una publicidad *boca a boca*. En este proceso, no interviene el traspaso de bienes, sino un intangible que satisface los requerimientos de otros.

La empresa Servicios Integrados Cía. Ltda., tiene entre sus actividades económicas la prestación de Servicios Profesionales de Contabilidad, Asesoría y Consultoría en el ámbito contable, financiero y tributario, y en ciertas ocasiones, en aspectos de carácter laboral, a través de un grupo selecto de profesionales que lucha por la independencia profesional y que ofrecen su servicios para garantizar el adecuado manejo financiero y contable de sus clientes. Es una empresa que en menor porcentaje, presta servicios de consultoría y asesoría en temas de índole financiero, a otras empresas. Tiene una división por departamentos, de acuerdo a los procesos o actividades que se han establecido.

Este tipo de negocio se enfoca, principalmente, en transmitir la asesoría a sus clientes respecto del correcto manejo administrativo-financiero y el adecuado control contable, a través de un personal capacitado. Los servicios prestados en este negocio, tienen como costo fundamental el recurso humano; por dicha razón, la selección de personal que se lleva a cabo para la integración de los equipo de trabajo, es sumamente rigurosa, con el propósito de mantener la comunicación efectiva esperada, en cuanto al desarrollo de sus actividades económicas.

1.2.4 Procesos

La empresa Servicios Integrados Cía. Ltda., se dedica a la prestación de servicios contables, consultoría y asesoría, como se mencionó anteriormente. El proceso para dicha prestación de servicio, comienza con el contacto con el cliente; que puede ser de manera directa o indirecta. De manera directa, es el contacto directo que se lleva a cabo con el Gerente General, puesto que este es la imagen y representación de la empresa;;y de manera indirecta, es cuando el cliente puede contactar a la empresa por medio de la página web o asistiendo personalmente al establecimiento en donde opera la empresa.

Como segundo paso, el Gerente General se reúne personalmente con el cliente para establecer los lineamientos del contrato de prestación de servicios, entre otros asuntos; además de, recopilar información sobre la situación actual del cliente. Posteriormente a la aprobación del Gerente General para incluirlo como nuevo cliente, se solicita a este dar a conocer toda la información necesaria para la preparación de la contabilidad.

El Gerente General, conjuntamente con el Contador y el Sub Contador, evalúan la situación económica -financiera del cliente, para poder determinar cómo se encuentra la empresa.

Como tercer paso, El Contador General ingresará a un nuevo cliente en el sistema contable, para que el asistente encargado de dicha contabilidad comience a alimentar la información respectiva. Como paso siguiente, el Contador

General asignará la contabilidad del cliente a uno de los asistentes, dándole al mismo una guía y pautas de cómo se encuentra la información.

Por último, la persona encargada de la contabilidad del cliente, llevará a cabo todo el proceso contable hasta la preparación de los estados financieros; para posteriormente, reportar a sus superiores para su respectiva revisión. Después de analizados los estados financieros y previa la aprobación del Contador General se procede a presentar la información al cliente.

1.2.5 Mercadeo

Se realizó una entrevista al Gerente General de la empresa, para recabar información sobre la publicidad, las ventas y las actividades de mercadeo de la empresa También se analizó percepción del cliente respecto de algunos aspectos de la empresa.

La empresa SI no posee un departamento de marketing que lleve a cabo actividades de análisis de mercados, diseño de campañas de promoción o publicidad en diversos medios o diseño de planes de mercadeo, en general Actualmente, la empresa contrata servicios externos para el desarrollo de este tipo de actividades, cuando se lo requiere. Los servicios contratados incluyen, entre otros aspectos, la actualización de la página web, la publicidad en redes sociales, elaboración de rolls ups publicitarios y la realización de marketing digital en ciertos medios de comunicación.

Percepción del Cliente Respecto de la Empresa SI

Debido a que la empresa, estratégicamente, se encuentra ubicada en un lugar netamente muy comercial y de mucho movimiento, el cliente lo percibe como una empresa muy rentable y de éxito, que contribuye responsablemente al desarrollo económico de su entorno.

Su cartera de clientes se enfoca, principalmente, en empresas con alto movimiento económico financiera como son: Luna Runtun, Química Comercial, Hostería la Ciénega, Le Chateau, Panchonet Cía. Ltda.; con el fin de ser selectivo en su mercado objetivo y así obtener los ingresos pertinentes a la prestación del servicio de Contabilidad y Asesoría

1.2.6 Situación Legal Actual

Servicios Integrados Cía. Ltda. es una empresa conformada por tres socias, que representan el total del capital de la compañía, detallado en el Cuadro 6, que se incluye a continuación. Los accionistas poseen un número de acciones en función del monto aportado. De manera general, la empresa se rige bajo sus estatutos y por las leyes del Ecuador, en los diferentes ámbitos. La Junta General de socios tiene como finalidad deliberar y aprobar todo aquello para lo que se fue convocada.

**Cuadro 6: Distribución de capital
A Septiembre Del 2014**

Socio	Capital suscrito	Número de acciones	Porcentaje %
María Patricia Tinajero Álvarez	88,750.00	88750	71%
María Elena Heredia	31,250.00	31250	25%
María Beatriz Tinajero Álvarez	5,000.00	5000	4%
TOTAL	125,000.00	125,000	100%

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Servicios Integrados tuvo como socio fundador al señor Patricio Tinajero Villamar, quien luego de una larga trayectoria se jubiló y, posteriormente, continuó ejerciendo la Gerencia General. Antes de su fallecimiento, procedió a ceder sus acciones a su hija primogénita, María Patricia Tinajero Álvarez, quien al momento es la socia mayoritaria y representante legal; esta persona asumió el cargo de Gerente General y, a partir de ello, ha efectuado algunos cambios dentro de la compañía.

Las Juntas Ordinarias y Extraordinarias son presididas por la Presidencia del Directorio de la compañía, y son convocadas por el representante legal. Para la toma de decisiones se requieren más del 50% de las participaciones. En caso de no existir quórum para tales reuniones, se convoca por segunda ocasión y se toman las decisiones con los socios presentes.

La compañía no mantiene litigios en la actualidad. Únicamente se encuentra en medio de una negociación mediante arbitraje con la Corporación de Promoción Universitaria para llegar a un acuerdo económico por la terminación del contrato de servicios profesionales que se dio después del fallecimiento del Sr. Patricio

Tinajero Villamar, quien dirigió como prestador externo de servicios, todos los aspectos financieros de la Universidad San Francisco de Quito, durante más de 20 años.

1.2.7 Situación Financiera Actual

Henry Fayol, padre de la Administración Científica concluyó que la Administración, sus principios, procesos y prácticas tienen aplicación universal; esto quiere decir que, se aplican de igual manera para una empresa de gran tamaño, como para una que se pueda catalogar como microempresa. De hecho, el proceso administrativo inicialmente definido por Fayol, incluía cinco funciones, en lugar de cuatro, ya que entre la función de dirección y la de control incluía una función que él denominaba de *coordinación*, pero hoy en día esta se acepta como parte de la función de dirección.

La administración de los recursos, tanto económicos como financieros es clave principal del desenvolvimiento de un negocio. En este ámbito, el establecimiento de una estructura apropiada de endeudamiento es una decisión administrativa clave para una organización. Esta estructura incide directamente en el costo de los recursos que financian las inversiones y permite a largo plazo lograr la supervivencia de las empresas.

Para dar a conocer la situación financiera actual de la empresa se realizara un análisis vertical y horizontal de los últimos dos años de actividad de la empresa; además, se determinará el comportamiento de los niveles de actividad de la empresa, en los últimos años, analizando los aspectos más relevantes de dicho

comportamiento. Aunque vale la pena señalar que la pérdida sustancial de su cartera de clientes ha dado lugar a un cambio en el nivel de actividad de la organización (Anexo 10, 11 y 12).

Análisis del Balance General de la Empresa

Como parte importante del análisis interno de la empresa SI, en esta oportunidad, corresponde llevar a cabo un análisis del Estado de Situación Financiera. Como se recordará, en líneas anteriores, se dio a conocer que entre los años 2013 y 2014 se presentó un cambio drástico en el nivel de actividad de la organización, sobre todo, por la afectación en la salud de su entonces socio principal, quien posteriormente falleció y, además, por la finalización de las relaciones comerciales con el grupo de empresas de la USFQ; situación motivado por el primer factor. Cabe mencionar, que al dejar de mantener relaciones comerciales con ese grupo, parte del personal de la empresa SI fue tomado a cargo, de manera directa, por el grupo de la USFQ, con todas las obligaciones laborales relacionadas y acumuladas hasta la fecha. Para efectos internos, al grupo de personas vinculadas con el grupo de empresa de la USFQ se conocía como *outsourcing 2*.

Análisis horizontal

Por las razones antes expuestas, no cabe llevar a cabo un análisis horizontal, ni de este estado financiero, ni tampoco del estado de estado de resultados de los diferentes años de la empresa SI; los mismos que han sido incluidos en los

Anexos 9 y 10, en los cuales se incluyen los Balances Generales y Estados de Resultados históricos de la empresa SI, respectivamente. Por estas circunstancias, este proceso de diagnóstico y valoración enfrenta una limitación, que no permite disponer de información que sea comparable. Ello hace que se deba recurrir a otros mecanismos, que de alguna manera compensen esta dificultad. Se concluye entonces que, el análisis horizontal de los estados financieros de la empresa no aportaría con información relevante; sino que, comunicaría el notable proceso de cambio de la empresa, exclusivamente.

Posteriormente, para la proyección de los flujo de caja futuros libres de la empresa, se deberá utilizar tan solo la información de los estados financieros de la empresa, correspondientes al año 2014, y apoyados en información complementaria del sector industrial; así como, de una empresa representativa del mismo, que forma parte de la competencia directa de la empresa SI, en la ciudad de Quito. Sobre esta información complementaría se hablará en el tercer capítulo, en la sección correspondiente a la proyección del Estado de Resultados de la empresa.

Análisis Vertical

Respecto del Balance General de la empresa, correspondiente al año 2014 se puede comentar lo siguiente:

- Las inversiones temporales corresponden a pólizas de acumulación. Significan tan solo un 2% de la inversión total.

- Las cuentas por cobrar por \$ 123.451.90 representan valores a cobrar a Panchonet por un aproximado de \$ 86.000; \$ 23.158 corresponden a clientes normales en curso; mientras que, la diferencia corresponde a la empresa PTV, empresa relacionada en proceso de liquidación. Los dos valores más importantes, sin incluir el valor de \$ 23.158, se espera que sean recuperados en su totalidad, a mediados del año 2015, y son cuentas que no se verán disminuidas en sus montos; por cuanto, se encuentran bien respaldadas. La diferencia corresponde al curso normal de operaciones de la empresa.

- Los elementos de PPE netos de la empresa, al cierre del año 2014, aproximadamente, alcanzan un total de \$ 408.000, en su valor en libros. El importe y la cantidad de estos elementos, se encuentran sobredimensionados para el nivel de actividad actual de la empresa. A continuación, se llevará a cabo, un análisis de esta cuenta;
 - En base a una reunión sostenida con la Gerencia General de la empresa, acompañada con la Contadora General, se pudo conocer lo siguiente:
 - En valores netos; es decir, deducidas las depreciaciones acumuladas existe un total de \$ 301.480.45, que la empresa no requiere para enfrentar el nivel de actividad actual. El detalle de estos elementos se encuentra en el Anexo 12.

- En consecuencia, la empresa mantendrá el resto de activos, cuyo valor neto en libros alcanza la cifra de \$ 107.221,43. Estos elementos también se detallan en el Anexo 13.

- El valor de realización de los activos que no se consideran necesarios en las actuales circunstancias para la empresa asciende a un aproximado de \$ 340.688.30, netos de impuestos. El desglose de esta cifra puede ser consultado en el Anexo 14 del presente trabajo.

- La partida Documentos y Cuentas por Cobrar a Largo Plazo, que asciende a \$ 99.097,72, corresponde a valores por cobrar a la empresa Multimedios S.A, una empresa relacionada; la misma que, se encuentra en proceso de liquidación. Según se dio a conocer por parte de la Gerencia General, este rubro va a ser recuperado a finales del año 2015. El monto que se espera recuperar es muy aproximado al valor en libros. Para efectos del presente trabajo, se considerará ese valor, como un flujo a recuperar por ese mismo importe.

- El rubro de Marcas y Patentes corresponde a una inversión hecha por la empresa en una marca extranjera de un giro de negocio ajeno al de la empresa SI; la misma que, en la actualidad, no está siendo explotada. Por ello, según se pudo conocer, esta será negociada y se espera obtener el valor en libros de la misma, puesto que este importe fue establecido en base a su valor contable razonable. No existirá efecto tributario alguno adicional, por este concepto.

- En el pasivo existe un rubro denominado Obligaciones a Largo Plazo, el cual corresponde a créditos por la adquisición de las oficinas que serán vendidas en el año 2015. De tal manera que la empresa dejará de tener esta obligación en los meses próximos, al momento de vender las oficinas.
- El resto de rubros del Balance General de la empresa corresponde a partidas, que en términos generales, son de carácter normal.

De todas formas, se debe mencionar que, en el Anexo 9 se incorporan los Balances Generales Históricos de la empresa SI, con indicación de los porcentajes de las diferentes partidas respecto de la inversión; es decir, de los activos totales de la empresa. Estos porcentajes e información serán, posteriormente, utilizados para llevar a cabo la determinación de los flujos de caja proyectados de la empresa, para los próximos años.

Análisis del Estado de Resultados de la Empresa

Al igual que en el caso del Balance General, la información disponible hasta el año 2013 carece de validez para efectos de análisis en el presente trabajo; por la notable disminución del nivel de actividad de la empresa, por las razones antes expuestas.

En un análisis financiero del Estado de Resultados de las empresas, es muy importante tomar en cuenta su comportamiento en relación con el grupo de empresas que conforman su mismo sector de negocios; así como, respecto de sus competidores.

En cuanto al sector de negocios de la empresa SI, se procedió a investigar acerca de los Estados de Resultados de las empresas de la Sección M6920, Actividades de Contabilidad, Teneduría de Libros y Auditoría según la CIU4.¹² Específicamente, y para efectos de comparabilidad se utilizó la información de las empresas catalogadas como pequeñas del año 2013, en función de los lineamientos dados a conocer en el Anexo 15, según política de la Superintendencia de Compañías.

Para este grupo de empresas en el año 2013 se puede notar que la utilidad neta representa el 4,96 % del total de ventas (ingresos operativos). Una práctica muy común en estas empresas es no registrar valores en el rubro de costo de ventas; sino que, el costo de los trabajos efectuados usualmente suele ser registrado en las partidas de gastos administrativos. Por esa circunstancia, se ha procedido a unificar los valores de las partidas de costo de ventas y gastos administrativos para efectos de análisis. Así en el año 2013 estos dos rubros representaron el 79,56%, un valor elevado en relación al de la empresa SI, así como al de la empresa GA

En cuanto a la información de la competencia se tomaron las cifras de una empresa con un nivel de desempeño muy similar al de la empresa SI y de un giro de negocio muy similar. Se trata de la empresa GARISA S.A. Esta información fue obtenida de la página web de la misma entidad; es decir, la Superintendencia de Compañías.

¹² Esta información fue proporcionada por la Superintendencia de Compañías, mediante carta dirigida a dicha institución.

1.3 DIAGNÓSTICO ESTRATÉGICO SITUACIONAL

El principal objetivo de realizar un diagnóstico estratégico de una organización es conocer y analizar sus fortalezas y debilidades, que le permitirán enfrentar de la mejor manera las amenazas existentes en su entorno, aprovechando al máximo las oportunidades que este le ofrece. Con este propósito, se efectuarán una serie de análisis conducentes a identificar tales elementos que, posteriormente, permitirán realizar un análisis detallado, conocido como Análisis FODA.

Actualmente, la empresa SI posee un plan estratégico efectuado hace un par de años, el mismo que no ha sido actualizado de manera formal; este había sido delineado de acuerdo a sus necesidades, en el momento en que fue llevado a cabo; y que le ha permitido cumplir con sus metas y objetivos, además de poder continuar como una empresa en marcha. A la luz de las nuevas circunstancias que rodean a la empresa, en relación con su nivel actual de actividad; así como, de las actuales condiciones de su entorno externo, fue necesario en el curso de la presente investigación, actualizar de alguna manera dicho plan estratégico. En las líneas siguientes se expondrán los análisis llevados a cabo en la presente investigación; los cuales entre otros aspectos, permitirán estudiar los entornos externos e internos de la empresa, en base a lo expuesto en la primera parte del presente capítulo. De ese análisis, posteriormente, se podrán replantear algunos de los objetivos organizacionales que serán parte importante del proceso de valoración, a llevarse a cabo en el capítulo número 3, de este trabajo de titulación.

1.3.1 Matriz de Evaluación de Factores Internos (EFI)

En el análisis EFI se evaluaron las fortalezas y debilidades de la empresa. Se procedió a establecer el impacto de las mismas, de manera cuantificable, tomando en cuenta si la debilidad o la fortaleza, es mayor o menor, en cada uno de los puntos, con la siguiente escala de calificación:

Cuadro 7: Calificación de debilidades y fortalezas

Escala del 1 al 4

DEBILIDAD	CALIFICACIÓN
Mayor	2
Menor	1

FORTALEZA	CALIFICACIÓN
Mayor	4
Menor	3

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

En el Anexo 18, *Matriz de Evaluación de Factores Internos de la Empresa* se detallan las principales fortalezas y debilidades identificadas al efectuar el análisis del entorno interno de la organización. En dicho anexo, se estableció el peso o importancia de cada uno de esos factores y también se asignó la calificación correspondiente, en función del cuadro anterior. Al totalizarse el puntaje obtenido, se puede apreciar que el puntaje total alcanzado fue de 2,93.

Cuando las organizaciones, obtienen un puntaje por debajo de 2,5, se deben catalogar como débiles en su estructura interna, mientras que, las empresas que

superan dicho puntaje, se entiende que denotan una posición consistentemente estable; es decir, que el impacto de sus fortalezas supera al de sus debilidades.

Para un análisis detallado de esta matriz basta revisar el contenido de la misma y en base a las calificaciones asignadas, así como a su ponderación, se podrán obtener conclusiones valiosas para la toma de decisiones de la empresa, por parte de sus directivos.

De manera general, y en base a una lectura de las fortalezas de la matriz antes referida, se puede deducir que la empresa es reconocida en el mercado por su larga trayectoria en la industria, lo que le ha llevado a ser considerada como una empresa sólida y comprometida con el cliente. El talento humano es un factor importante para la empresa, ya que es el recurso básico del giro del negocio; la rotación interna de puestos de los empleados les permite que todos tengan un conocimiento global de algunos aspectos de las actividades de la organización. De esa manera no se depende de alguna persona, específicamente. El compromiso y la fidelidad de los empleados, hace de la organización una empresa confiable, comprometida con el desarrollo de sus empleados, mediante planes de capacitación que les permiten estar bien informados.

Así mismo, con respecto a las debilidades, la pérdida del socio principal puso en duda el desenvolvimiento futuro de la empresa, y una consecuencia de ello, fue la pérdida de un cliente importante; a pesar de esto, la empresa ha sabido enfrentar esto de la mejor manera posible, dando a conocer sus capacidades y habilidades, para así permanecer en el mercado.

La inexistencia de un departamento de marketing, es una limitante para adquirir clientes, ya que el marketing permite promover a una empresa en un mercado competitivo, dar a conocer el negocio en sí.; por tal razón, la empresa se ve en la imperiosa necesidad de contratar servicios de terceros, un costo que a largo plazo no se puede sustentar. Esto influye además en la participación del mercado, ya que la empresa no puede ampliar horizontes. En el futuro la empresa deberá pensar seriamente en reforzar este frente, lo cual podría iniciarse con la contratación de una persona, en esta área.

Por otra parte, la empresa mantiene una definición de funciones bien estructurada, que debe estar ligada con un organigrama estructural actualizado, lo cual la empresa ha dejado de lado.

1.3.2 Análisis de la Matriz de Evaluación de los Factores Externos (EFE)

Para la evaluación de los factores externos, se detallaron las amenazas y oportunidades que afectan a la industria; de igual manera, cada una de ellas se cuantificó, dependiendo del impacto que genera a la empresa. Luego, se procedió a calificar en una escala del 1 al 4, cada una de las oportunidades o amenazas; siendo 1 la calificación más baja y 4 la más alta, de la siguiente manera:

Cuadro 8: Calificación de debilidades y fortalezas**ESCALA DEL 1 AL 4**

RESPUESTA FRENTE A LA OPORTUNIDAD O AMENAZA	CALIFICACIÓN
Superior	4
Superior a la media	3
Media	2
Por debajo de la media	1

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Posteriormente, se procedieron a listar las principales fortalezas y oportunidades que se consideraron en la industria y que tuvieron un impacto relevante en la empresa, para así poder cuantificarlas y medir finalmente el impacto global final (Anexo 19).

Según los resultados obtenidos, de un promedio ponderado de 4, indica que la empresa está aprovechando al máximo los recursos que tiene a la mano; tanto en oportunidades, como en disminuir sus debilidades; mientras que, en un promedio de 1, representa que la empresa no está aprovechando los recursos y que deben plantearse estrategias que le permitan fortalecer esos factores, a su favor.

Una de las oportunidades más prometedoras que posee la empresa, es ofrecer sus servicios al sector público, ya que este sector ha sido desarrollado últimamente. Por otro lado, la implementación de NIIF en las empresas es un requisito importante para el funcionamiento de las mismas, por lo cual, disponer de profesionales capacitados en el tema les da la oportunidad de atraer clientes y obtener beneficios mutuos.

En el aspecto tributario, no todas las empresas están actualizadas en el tema, ya que las reformas son muy cambiantes, una ventaja competitiva que se refleja en la capacitación constante de los empleados.

Una de las amenazas más relevantes, es la competencia que crece día con día; debido a, la inexistencia de barreras de entrada al mercado; así como, el incremento de profesionales independientes que ofrecen sus servicios incluso a un costo más bajo.

Actualmente, las empresas en nuestro país no poseen los recursos necesarios para invertir en consultoría y asesoría; como consecuencia de la crisis nacional y mundial a la que se enfrenta el país. Esto se convierte en un factor negativo; tanto para las empresas que requieren de consultoría o asesoría, como para la empresa que presta el servicio, ya que ello impide la satisfacción de necesidades del cliente.

1.3.3 Direccionamiento Estratégico de la Empresa

Para disponer de un direccionamiento estratégico de la empresa, se elaboró la misión, visión, y objetivos estratégicos, de acuerdo a los requerimientos de la gerencia y de la empresa; en sí. De esta manera la empresa se planteó en su visión de a dónde quiere llegar en un futuro próximo.

1.3.3.1 Misión

La misión que se propondrá la empresa es la siguiente:

“Apoyar al cliente en la consecución de las metas y objetivos, consolidando el servicio de administración, recursos humanos y financiero con el aporte eficaz y oportuno en la cadena de procesos. “

1.3.3.2 Visión

La visión que se propondrá la empresa es la siguiente:

“Ser una firma de excelencia en la prestación de servicios profesionales, en el manejo corporativo de Administración, Contabilidad y Finanzas, con personal altamente capacitado, con la aplicación de normas y leyes vigentes que permitan salvaguardar el cumplimiento con todos los entes reguladores. “

1.3.3.3 Objetivos Estratégicos

Entre los propósitos del presente trabajo de investigación, se muestran el desarrollar objetivos estratégicos de acuerdo a la misión y visión de la empresa; las cuales se vean reflejados en las proyecciones futuras del modelo de valoración de la empresa.

Los objetivos estratégicos son las estrategias planteadas para lograr determinadas metas a largo plazo, cuyos resultados reflejarán el cumplimiento de las mismas, mediante las acciones que se hayan tomado para llegar al objetivo. Todos aquellos, se plantean de acuerdo a la capacidad de la empresa para transformar las debilidades en fortalezas y las amenazas en oportunidades.

Los objetivos deben ser alcanzables, precisos y cuantificables para garantizar el éxito entre las partes interesadas; estos se detallan en el Anexo 20.

2 ASPECTOS TEÓRICOS ACERCA DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y SELECCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN ADECUADO PARA LA EMPRESA EN ESTUDIO

La valoración de empresas es el proceso mediante el cual se da respuesta a las diferentes cuestiones de inversionistas y socios sobre la cuantificación de todos los elementos que constituyen una empresa, como el patrimonio y sus flujos futuros.

El valor de un bien está inmerso en la utilidad que proporciona el mismo. De esta manera se valorará cuanto se está dispuesto a entregar por percibir dicha utilidad que se genera. Esto dependerá básicamente de como el sujeto (empresa) se encuentre situada en el mercado.

Actualmente, existen muchas razones por las cuales se valora una empresa, como puede ser: la transferencia total o parcial de la empresa, aumentar el capital, obtener financiamiento, o realizar estudios económicos. Para cubrir estas necesidades se debe seleccionar el método valorativo que mejor se acerque a la realidad; siendo concreto, conciso y que permita cumplir las expectativas de la empresa.

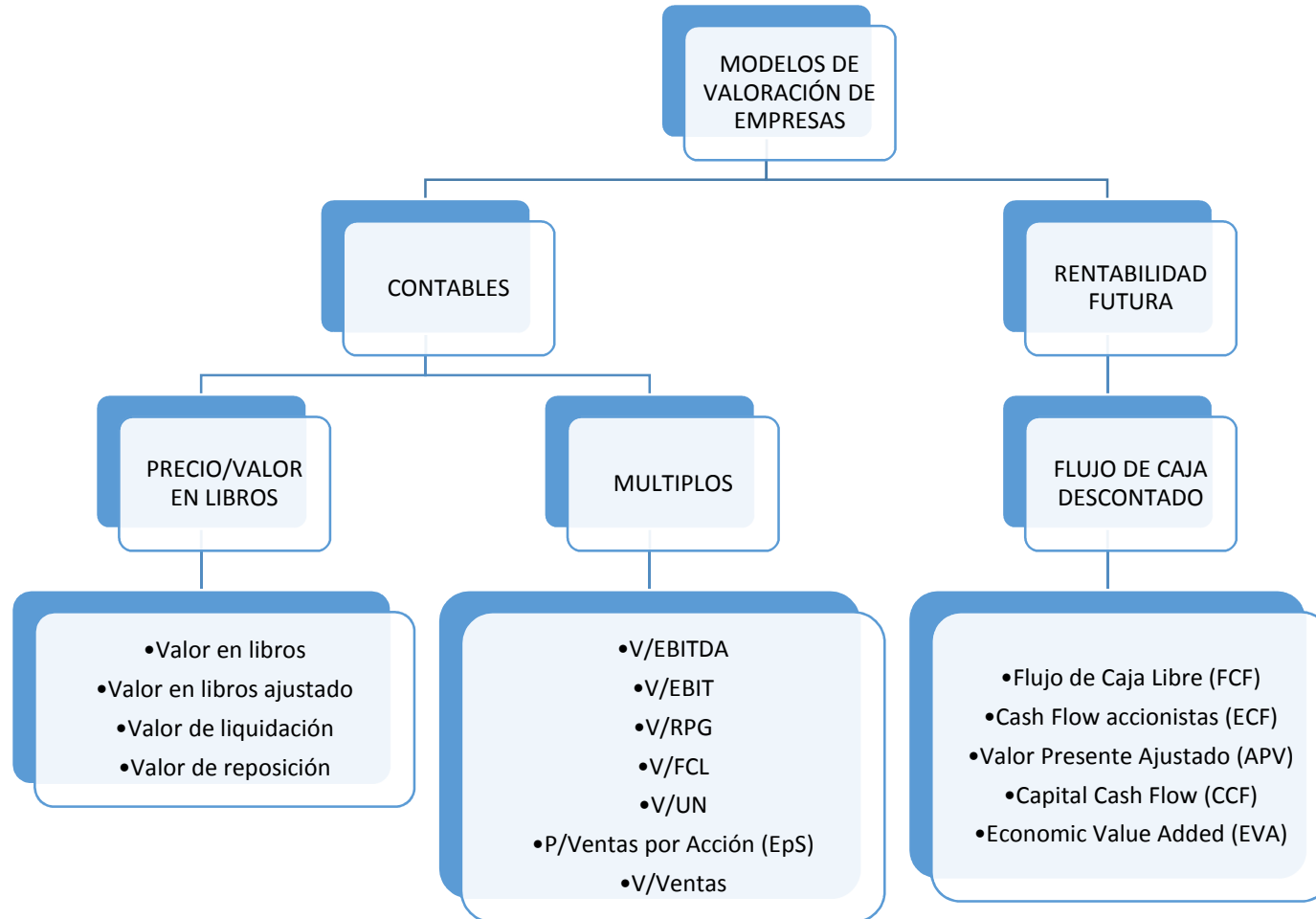
Valorar una empresa requiere diferenciar dos términos: valor y precio. El valor de un bien o elemento de la empresa es establecer la posibilidad de un precio o cuantificar monetariamente a la empresa, a diferencia del precio que supone, es una realidad ya dada en este caso, por el mercado.

Para algunos bienes que son de competencia perfecta la valoración es más sencilla, ya que está dada por la oferta y la demanda de ellos; es decir, estimar un precio que se acerca a la realidad del mercado, y en este mercado hay un alto número de compradores y vendedores; por lo cual, individualmente no se pueden modificar los precios en exageración.

En el mercado en donde se compran y venden empresas o se buscan inversiones, ya sea nueva financiación o integración de nuevos socios y accionistas, las características son diferentes, este no posee un precio dado por el mercado; ya que la actividad y desarrollo de las empresas las diferencian; además de que, existe un solo vendedor y pocos compradores.

A continuación se presentan los métodos más comúnmente utilizados para llevar a cabo la valoración de las empresas.

Gráfico 5: Modelos de valoración de empresas



Fuente: Hernández (2009) Valoración de Empresas
Elaborado por: Geomara Cano Heras

2.1 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.1.1 Método Basado en el Patrimonio e Información Contable

Estos métodos consisten en realizar una estimación de su valor basándose en el patrimonio y/o su valor en libros, tanto de la deuda como de los activos, es decir tomando en cuenta sus saldos en los estados financieros.

2.1.1.1 Valor Nominal o Contable

Es el valor de las acciones o de los recursos propios de la empresa denominado patrimonio neto. Consiste en establecer el valor nominal de las acciones, mas no el valor global de la empresa; es decir, es un valor considerado solo para socios y accionistas. Este método es de utilidad para empresas que se han creado recientemente, ya que su utilidad no es muy práctica en empresas con amplia vida en el mercado.

Una de las ventajas de este método es ser fácil de aplicar, explicar e interpretar. Para el cálculo del valor por medio de este método se utiliza la siguiente formula:

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible o Deudas con terceros}$$

Por ejemplo, suponiendo que el activo total de una empresa es \$100.000 y el pasivo es \$70.000, su patrimonio sería de \$30.000; el cual, corresponde a su valor contable.

Este método no es muy utilizado, ya que no toma en cuenta factores como la inflación, tipo de sector, sensibilidad del mercado, si la empresa está en marcha o no y otros factores influyentes.

2.1.1.2 Valor Contable Ajustado

Es el valor contable o patrimonio neto, pero ajustado a un valor de adquisición de los activos propios, en caso de industrias, el costo de producción se ajusta al de bienes producidos, y del valor que cubra recursos ajenos; estos valores pueden variar dependiendo del mercado; es decir, si en el mercado el valor es inferior el adquirente solo pagara por el menor valor.

Este método posee algunas limitaciones como son las siguientes:

- Requiere se realicen estimaciones de depreciaciones, amortizaciones etc.
- Usa criterio subjetivo para pronosticar pérdidas o ganancias.
- Las partidas pueden estar valoradas en unidades monetarias diferentes.
- Las partidas de los balances pueden ser valoradas de diferente manera comparando con el valor de mercado como por ejemplo:

activos fijos (a su valor neto en libros), inventarios (costo o por revalorización), deudas (valor en libros) etc.

El valor a través de este método resultara como la diferencia entre el activo real y el pasivo ajustado hasta determinar su patrimonio neto ajustado. El principal inconveniente con este método es que no considera las plusvalías o good-will que puedan surgir en la empresa y, en ocasiones, esta es la partida más importante para determinar el valor de la empresa.

Para el cálculo del valor a través de este método se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Total ajustado} - \text{Pasivo Exigible o Deudas con terceros ajustado}$$

Por ejemplo, suponiendo que el activo total se ajustó por pérdida de cartera, deterioro y depreciación de activos fijos, amortización de activos intangibles y perdidos en inventarios, resulta un activo de \$80.000; el pasivo exigible se ajustó por cambio de unidad monetaria resultando un valor de \$50.000. El valor contable patrimonial sería de \$30.000.

2.1.1.3 Valor Sustancial

Es considerado como el valor de reposición de los activos o el valor real de los mismos, bajo el concepto de continuidad de la empresa tomando en

cuenta su capacidad productiva. Aquellos bienes que no sirven para la explotación son descartados (terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas etc.) La principal utilidad de este método es que es utilizado en métodos más complejos y compuestos de valoración ya que representan la base generadora de la utilidad.

Se pueden distinguir 3 clases de valor sustancial:

- Valor sustancial bruto.- Es el valor del activo a un precio de mercado.
- Valor sustancial neto.- Es el valor sustancial bruto del activo menos su pasivo exigible; es decir, su patrimonio neto como se lo vio anteriormente.
- Valor sustancial bruto reducido.- Es el valor sustancial neto, reducido solo por el valor de deuda, sin considerar el coste de adquirir la misma.

A continuación, se presentan las partidas relevantes de cómo se actualizaría el valor en libros en estas cuentas:

Disponible.-

Las partidas de Caja y Bancos; así como, otras cuentas similares de liquidez generalmente no se valoran, la comprobación de saldos en libros suele ser suficiente.

Clientes y otros deudores.-

De acuerdo con la filosofía básica del valor sustancial, estas cuentas se valoran con el supuesto de cuando realmente son cobradas o recibidas, por lo tanto, habrá que revisar las políticas contables utilizadas al establecer las provisiones por mora y aquellos que se conviertan en incobrables para obtener un saldo real de lo que se va a recuperar.

Inventarios.-

El valor sustancial de las existencias no se ve reflejado en el precio al que se esperan vender dichas existencias en el caso de una liquidación o en una transacción organizada, sino al valor acumulado de dichas existencias, según los procesos de adquisición y / o fabricación utilizados.

Las existencias deben valorarse a su precio de costo, puesto que el margen y el beneficio se produce en el momento de la venta.

Cuando el mercado se coloca en una situación de elevada inflación y ciclo de permanencia en inventario relativamente largo, puede ser necesario

ajustar por inflación los valores históricos de los inventarios, para igualar su unidad de medida con la de las partidas monetarias relacionadas (tesorería, deudores, acreedores, etc.). Para ello, se deberán conocer los índices de precios en las fechas de adquisición y / o incorporación de los costos, y los índices de precios del momento de la valoración.

Valor Neto de Realización.-

El valor neto de realización es un método para valorar inventarios; se refiere al monto por el cual la organización o empresa espera realizar la venta del activo en el curso normal de sus operaciones.” Para su cálculo, se utiliza la siguiente fórmula:

Valor neto realizable = Precio estimado de venta - costos estimados de producción - costes necesarios para la venta

Por ejemplo, el precio estimado de venta de un inventario de lápices es \$500, el costo de producirlo fue de \$300 y los costos estimados para vender dicho inventario es de \$100. El Valor neto realizable sería de \$100.

Terrenos e inmuebles.-

La valoración de esta partida contable se lleva a cabo por medio de un perito como son arquitectos o agentes de propiedad inmobiliaria (ingenieros civiles), teniendo en cuenta las condiciones del mercado, es lo

comúnmente utilizado. En el caso de los edificios, es importante de que ha valorado exactamente el perito, especialmente por lo que se refiere a las comúnmente llamadas instalaciones permanentes. El perito, mayormente, evalúa los edificios completos en su estado actual y en base al tiempo que ha transcurrido de su vida útil.

Se suelen tomar en cuenta instalaciones fijas; tales como: calefacción, ductos de agua, cableado de electricidad, etc. pero hay otras instalaciones; tales como: aire acondicionado, elementos de seguridad (alarmas, televisión en circuito cerrado, etc.), instalación de vapor comunicaciones internas, etc., que pueden o no estar consideradas en la valoración del perito; lo cual, es para tener en cuenta en el momento de la valoración.

Maquinaria, Mobiliario, Utillaje y Similares.-

Así como en los edificios no es posible establecer una estimación directa y cercana a la realidad por lo cual este tipo de activos toma como valor sustancial el valor neto en libros sin tomar en cuenta un valor residual es decir:

Valor activos fijos = Precio adquisición – depreciación acumulada - deterioro

Activo Intangible.-

De acuerdo a lo descrito en la NIC 38, el activo intangible es identificable cuando:

1. Es separable, es decir puede ser vendido, arrendado, dividido o intercambiado.
2. Surge de un contrato o de otros derechos u obligaciones.

Para el cálculo de este tipo de activos, se realiza la siguiente formula:

Valor activos intangibles = Precio adquisición – amortización acumulada

Inmovilizados Financieros.-

Los inmovilizados financieros suelen estar representados, en general, por dos tipos distintos de partidas:

- a) Inversiones en sociedades filiales, sociedades del grupo económico, empresas relacionadas (subsidiarias, participación conjunta etc). De este tipo de partidas puede ser difícil obtener un valor sustancial; por lo cual, se requeriría una valoración desde el punto de vista del poseedor de dichas inversiones.

b) Inversiones financieras que no sean colocaciones temporales, si no de mediano y largo plazo para obtener una rentabilidad deseada por los fondos expuestos.

La valoración sustancial, en este caso, no presenta muchas dificultades; ya que, el mercado en donde se desarrollan puede tener precios establecidos o se puede establecer un precio considerando tipos de interés y riesgo.

Pasivo Exigible.-

Los pasivos exigibles de la empresa se valoran sustancialmente, a su valor contabilizado en libros. La excepción serían las deudas a largo plazo, de las cuales se tuviera la intención de liquidar a corto plazo por un valor menor al contabilizado; para ello, se establecerán flujos futuros que representen los desembolsos a realizarse y traerlos a valor actual mediante una tasa de actualización.

2.1.1.4 Valor de Liquidación

Es el valor establecido cuando se procede a liquidar a una empresa a través de la venta de sus bienes y la cancelación de sus deudas; así como, de los gastos necesarios para llevar a cabo tal liquidación.

Este método es utilizado solo para empresas que no estén en marcha. Para empresas en marcha que estén pronto a terminar su vida se calcula un valor

liquidativo; es decir, un valor aproximado de liquidación que representa el valor mínimo de enajenación.

La fórmula para obtener el valor de liquidación es el siguiente:

Valor de liquidación = Patrimonio Neta – Gastos de liquidación del negocio.

2.1.2 Método basado en la Capacidad de Generación de Rentas

2.1.2.1 Valor de los Beneficios PER

Se considera que el valor de las acciones es el resultado de multiplicar el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER¹³

En ocasiones el PER relativo es una buena opción este se calcula dividiendo el PER de la empresa para el PER del país.

Si el PER es elevado anticipa un crecimiento de los beneficios a futuro aunque también puede significar que la acción está sobrevalorada y que su cotización no siga subiendo.

Si el PER es bajo significa que la acción está infravalorada y que su cotización aumente a corto plazo.

¹³ PER.- Price earnings ratio es el precio del mercado dividido para el beneficio por acción después de impuestos

Al interpretar el PER de una empresa es necesario considerar las expectativas de desarrollo, sus posibles beneficios a futuro y el PER de otras empresas del mismo sector que sean comparables.

2.1.2.2 Valor de los Dividendos

Los dividendos se consideran como los pagos periódicos a los accionistas o socios. El valor de una acción se basa en el valor actual de los dividendos que se espera recibir por la misma. Existe el valor de perpetuidad que consiste en recibir un valor igual o con constante tasa de crecimiento todos los años.

El cálculo de este método en perpetuidad constante se obtiene derivando DPA/ke , en donde DPA es el dividendo por acción, y el ke la rentabilidad exigida por las acciones, también llamada costo de los recursos propios.¹⁴

Si los dividendos no son iguales en los mismos años se utiliza la fórmula: $DPA/ke-g$ en donde, ke es la rentabilidad requerida por los accionistas propios de cada empresa y g es la tasa de crecimiento de los dividendos.

Las empresas que pagan altos dividendos no obtienen un crecimiento en la cotización de sus acciones en el mercado bursátil, ya que reparten todo el dinero a sus accionistas y esto impide utilizar el mismo en nuevas inversiones y potenciar el crecimiento de la empresa.

¹⁴ KE.- se obtiene sumando la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo mas la prima de riesgo.

2.1.2.3 Múltiplo de las Ventas

Para analizar este método Smith Barney¹⁵ estableció una relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción, el cual consiste en multiplicar las ventas por un número.

La descomposición del mismo se da a continuación:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

En donde el primer ratio (precio/beneficio) es el PER y el segundo (beneficio/ventas) se conoce como rentabilidad sobre ventas.

2.1.3 Métodos Comparativos

2.1.3.1 Otros Múltiplos

Existen algunos de los múltiplos que se utilizan con frecuencia. Son para realizar una comparación como son:

- Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)¹⁶

¹⁵ Smith Barney utilizó esta metodología en los años 80 con un análisis de la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción, dicho estudio se realizó con empresas grandes. Según libro Finanzas Corporativas Aplicadas Cuanto vale una empresa? escrito por J. Lacarte.

¹⁶ EBIT (Earnings before interest and taxes)

- Valor de la empresa / beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA)¹⁷
- Valor de la empresa / cash flow operativo.
- Valor de las acciones / valor contable

Para la utilización de estos múltiplos como herramientas de valoración es necesario utilizar información de empresas comparables

2.1.4 Métodos Compuestos

2.1.4.1 Método Mixto Basado en el Good Will

El fondo de comercio o Good will es considerado como el valor actual de los beneficios extras y futuros de una empresa; es decir, que cuantifica la capacidad de la empresa para obtener beneficios extras superiores a la rentabilidad normal del mercado. Se podría decir que el good will es la diferencia entre el precio que se paga por la empresa y el valor contable que refleja la misma, pero también se ve incluido el valor de elementos inmateriales que a la larga vienen a convertirse en una ventaja comparativa para la empresa.

¹⁷ EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations)

Este método es considerado desde un punto de vista mixto ya que realiza una valoración estática de los activos de la empresa, añadiendo la capacidad para generar flujos futuros.

Esta valoración da como resultado un valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante de los beneficios futuros. Se comienza con la valoración de los activos netos y después con el análisis de cuanto se generará en un futuro.

En el Anexo 22 se ejemplifica como valorar la empresa por medio de este método.

2.1.4.2 Método de Flujos de Caja Descontados

La determinación del valor de la empresa se realiza a través de la estimación de los flujos de dinero que ésta generará en el futuro, para luego ser descontadas a una tasa de descuento, dependiendo del riesgo asociado a ellos.

El método de flujos de caja descontados se basa en un pronóstico detallado de aquellas partidas financieras que generan flujos de caja (cash flows) correspondientes a las operaciones de la empresa como son: capital de trabajo, inversión en activos, costo de ventas, gastos fijos etc.

Para este tipo de valoración se determina una tasa de descuento que luego se utiliza para actualizar los flujos de fondos. La determinación de la

misma es importante ya que toma en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas, la sensibilidad del mercado ante algún cambio es por eso que esta tasa mínima generalmente la imponen los interesados.

En este método se considera la actualización de los flujos futuros mediante la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

En donde CF son los flujos de cada periodo, K es la tasa mínima de descuento para el riesgo de los flujos y VR_n es el valor residual de la empresa en el año.

2.2 DETERMINACIÓN DEL O LOS MÉTODOS MÁS APROPIADOS DE UTILIZAR

Los métodos mixtos, anteriormente mencionados, han sido muy utilizados en el pasado; sin embargo, con el pasar del tiempo se han catalogado de menor utilidad. Es por eso que el método de Flujos Descontados es el más apropiado ya que el valor de las acciones de una empresa suponiendo la continuidad de la misma proviene de la capacidad para generar dinero para los accionistas.

El valor de las acciones depende de los flujos futuros y la rentabilidad que se genere, al mismo tiempo, dichos flujos dependen de la rentabilidad que tengan las inversiones, y posteriormente, el crecimiento que obtenga la empresa; por otro lado, la rentabilidad

mínima exigible no depende de la empresa, está relacionada con una variable fuera del control de la misma.

En el Anexo 23, se muestra cómo se establece el valor de las acciones.

Los tres factores mencionados en dicho gráfico son:

- Los flujos de caja futuros.
- La rentabilidad exigida por los inversionistas.
- la comunicación con el mercado.

Los elementos anteriormente mencionados, son relevantes de identificar, ya que, son parámetros fundamentales que inciden en el valor de las acciones y en la creación de valor. Obviamente los tres factores impactaran en diferente grado a la empresa.

2.2.1 Método de Flujos de Caja Descontados

Para la determinación de los flujos futuros esperados existen varias consideraciones a tomar en cuenta. A continuación se mencionará los elementos y componentes para el cálculo de este método.

2.2.1.1 Determinación del Cash Flow y Tasas de Descuento Apropriadas

Las diferentes fuentes corrientes de fondos que generan una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo se representarán en el siguiente gráfico.

Gráfico 6: Flujos de fondos

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
CCF. Capital cash flow	WACC antes de impuestos

Fuente: Fernández Pablo 2009 Métodos de Valoración de Empresas

Flujo de Fondos de los accionistas.- Permite obtener el valor de las acciones, a veces ya establecido en el mercado bursátil o extrabursátil.

Flujo de Fondos para la deuda.- Corresponde a los flujos principales de la deuda sumados los intereses que corresponden por pagar a la misma. Para determinar su valor actual se utiliza la fórmula de actualización de flujos antes mencionada, tomando en cuenta que la tasa es el costo de la deuda. En muchos de los casos, el valor contable de la deuda coincide con el valor de mercado; por lo cual, se toma el valor en libros como una aproximación rápida y directa al valor de mercado.

Free Cash Flow.- Conocido también como flujo de caja libre que se refiere al flujo de fondos operativo y de inversiones. El flujo de caja operativo son flujos generados por las operaciones sin tomar en cuenta la deuda después de impuestos. Es el dinero que los accionistas se pudieran repartir después de haber cubierto ciertas necesidades de la operación. Para el cálculo del Free Cash Flow se debe hacer una previsión de los fondos que se recibirán y pagarán en cada una de los respectivos periodos; es decir, que se realizará un presupuesto de flujos.

Para el cálculo del mismo se utiliza la siguiente fórmula:

Free Cash Flow= Flujo de caja operativo + Flujo de caja de inversiones

Para comprobar dicho Flujo de caja libre debe ser igual al flujo de caja financiero.

Free Cash Flow = Flujo de la deuda + Flujo de caja para los accionistas

La obtención de flujos de caja libre se basa en prescindir del financiamiento utilizado por la empresa para centrarse básicamente en el rendimiento de sus activos después de impuestos, tomando en cuenta el supuesto de empresa en marcha y las inversiones necesarias para la continuidad de la misma.

Es necesario recalcar que si la empresa no tiene deuda el Flujo de Caja Libre será igual al Flujo de los accionistas. Este es el supuesto por el cual se diferencia del Capital Cash Flow¹⁸.

El WACC¹⁹ se utiliza como tasa de descuento para la valoración mediante este método, es conocido también como Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC). Se calcula ponderando las rentabilidades exigidas por la deuda (Kd) y por las acciones (Kd), en función de la estructura financiera de la empresa.

¹⁸ Capital Cash Flow.- cash flow de los poseedores de deuda más el Cash Flow de las acciones con el supuesto de si tener financiamiento

¹⁹ WACC: siglas en ingles Weighted Average Cost of Capital.

A continuación se detalla la fórmula para el cálculo del WACC:

$$\text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

D= Valor de mercado de la deuda

E= Valor de mercado de las acciones

K_d= Costo de la deuda o rentabilidad exigida por la deuda

K_e= Costo de los recursos propios o rentabilidad exigida por las acciones

T= Tasa impositiva²⁰

- El Costo de la Deuda es la tasa de rentabilidad que exigen los obligacionistas por los recursos de deuda proporcionados a la empresa, generalmente, dicha tasa es la TIR²¹ de los flujos de caja del préstamo o la devolución gradual del recurso de deuda dado. (Maldonado, 2013)

Cuando una empresa utiliza deuda en su estructura de capital, K_e se incrementa, por lo cual el costo de los socios es mayor; es decir, perciben un mayor riesgo financiero derivado del endeudamiento.

- El Costo de los Recursos Propios K_e según el modelo CAPM, establece que la rentabilidad esperada de un activo financiero de rentabilidad variable es igual a la siguiente expresión:

²⁰ Tasa impositiva: porcentaje de participación laboral e impuestos en el caso del Ecuador 33,70%

²¹ TIR: Tasa Interna de Retorno

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + RP$$

Rf = Tasa libre de riesgo

B = Beta de la acción

Rm = Rendimiento promedio del mercado

Rm – Rf = Premio por invertir en acciones

RP = riesgo país²²

La tasa libre de riesgo es la tasa de rentabilidad más actualizada que otorgue un activo libre de riesgo como los títulos de gobierno de los Estados Unidos de América. Dicha tasa de riesgo debe ser a un plazo similar al del proyecto evaluado.

La Beta mide el riesgo sistemático inherente del tipo de negocio o de la industria en donde se desenvuelve el mismo; por lo cual, se recomienda utilizar el promedio de betas de un grupo de empresas con similar actividad.

El premio por invertir en acciones es la prima de riesgo que obtendría una acción por cada unidad de riesgo sistemático que enfrente, medido por el coeficiente beta. (Maldonado, 2013).

En la fórmula para el cálculo de la prima por acciones; El Rm es la rentabilidad promedio histórica del mercado, que determina el

²² Riesgo país en el caso de países emergentes como el Ecuador

comportamiento de una cartera de acciones representativo del mercado; mientras que, el R_f es la rentabilidad histórica del mismo periodo al cual corresponde el R_m .

El Riesgo País es un ajuste que se lo realiza a países emergentes, ya que en dichos países no se permite hacer una observación directa del coeficiente beta, dada la poca actividad y profundidad del mercado.²³

- Para concluir con el cálculo del WACC o Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC), es necesario considerar la Tasa Impositiva. Esta representa la tasa de impuestos propia de cada país, se considera dentro del cálculo puesto que, los flujos de caja que se utilizan en el proceso de actualización también son después de impuestos.

²³ Todo este contenido se lo puede visualizar en Maldonado Edmundo, 2013, Informática Aplicada a la Gestión Empresarial; conjuntamente con Marín 2003 Capítulo 6.

3 VALORACIÓN DE LA EMPRESA SERVICIOS INTEGRADOS

En base a la información consignada en el Capítulo 1 del presente trabajo de titulación, la Situación Actual de la Empresa y de su Entorno; así como, del Diagnostico Estratégico efectuado a la organización se desarrollará el presente capítulo, llevando a cabo el proceso de valoración, propiamente dicho

3.1 SELECCIÓN DEL MÉTODO DE VALORACIÓN APROPIADO

Tomando en consideración los distintos métodos teóricos disponibles para llevar a cabo un proceso de valoración empresarial y considerando la información recopilada e incluida en el Capítulo 1, así como, la información histórica contable financiera proporcionada por la empresa, se ha considerado utilizar como principal método de valoración de la empresa Servicios Integrados Cía. Ltda. (S.I.) **El Método de Valoración a través de Flujos de Caja Futuros Descontados**, que de acuerdo a muchos estudiosos de las Finanzas es el método más apropiado para una empresa en marcha, según se menciona en Sapag Et Al (2008 pág. 281); en razón de que, se toma en cuenta la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros; los cuales, son cuantificados en base a las expectativas del desenvolvimiento de la empresa objeto de valoración y en consideración del entorno en que esta se desenvuelve y a las características internas propias.

Como método secundario se utilizará el método de múltiplos, basado en el EBITDA²⁴; además, se determinará un método mixto, en el cual se utilizará una combinación del descuento de flujos de caja futuros para el periodo de pronóstico y el de múltiplos, citado antes para el periodo terminal.

En este caso particular de la empresa S.I, dado que no es posible obtener el valor de la empresa a través de la cotización de sus acciones en el Mercado de Valores, por tratarse de una Compañía Limitada y también por el hecho de no cotizar en bolsa, el camino a seguir para determinar el valor razonable de la empresa es utilizar un método alternativo de valoración; esto unido al hecho de que la empresa se encuentra dentro de un país emergente.

Otra consideración importante la efectúa Sebastián Et Al (2007, pág. 14), de manera resumida indica que los mecanismos alternativos de valoración para una empresa sustituyen de manera apropiada al mecanismo del mercado, permitiendo obtener una buena aproximación del precio del patrimonio de una empresa o de sus activos, en general.

En el presente trabajo de investigación, en primer lugar, se valorarán los activos de la empresa principalmente a través de flujos de caja libre²⁵; y en segundo lugar a partir de los múltiplos. Posteriormente, a partir de ello, se procederá a valorar la deuda financiera y por diferencia se obtendrá el valor patrimonial de la empresa.

²⁴ EBITDA utilidad operativa antes de impuesto y participaciones.

²⁵ Flujo de Caja Libre son la sumatoria de los flujos de caja operacionales y los flujos de caja de inversión

No se ha considerado adecuado utilizar algún método contable, como principal, para valorar a la empresa S.I; dado que, ni siquiera la aplicación de Normas Internacionales Información Financiera (NIIFS), permite aproximarse a los valores de mercado; puesto que, para el caso de la empresa S.I aplica la utilización de NIIFS para PYMES y en ella, en muchos casos en una gran cantidad de partidas se utiliza el costo de adquisición para su valuación.

Incluso para el caso, Según Maldonado (2013, pág. 335 en adelante), las partidas de Propiedad, Planta y Equipo (PPE) en donde al final de un periodo contable anual deben evaluarse si existen signos de deterioro se opta por mantener registrado en libros para esos activos el valor más bajo entre el valor en libros, valor razonable y valor de uso. Esto quiere decir que no necesariamente el valor en libros de PPE refleje el valor presente de los flujos de caja futuros.

Como parte del proceso de valoración a través del método de flujos de caja descontados será necesario utilizar para el descuento de los flujos de caja libre el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC)²⁶.

3.2 ETAPAS DE PROCESO DE VALORACIÓN A EFECTUARSE

Las etapas básicas a ser desarrolladas en el proceso de valoración efectuado en el presente fueron, de manera resumida, las siguientes:

²⁶ Costo Promedio Ponderado de Capital CPPC conocido también como WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Fase 1

1. Análisis Situacional y del Entorno de la Empresa.
2. Análisis Estratégico de la Empresa.

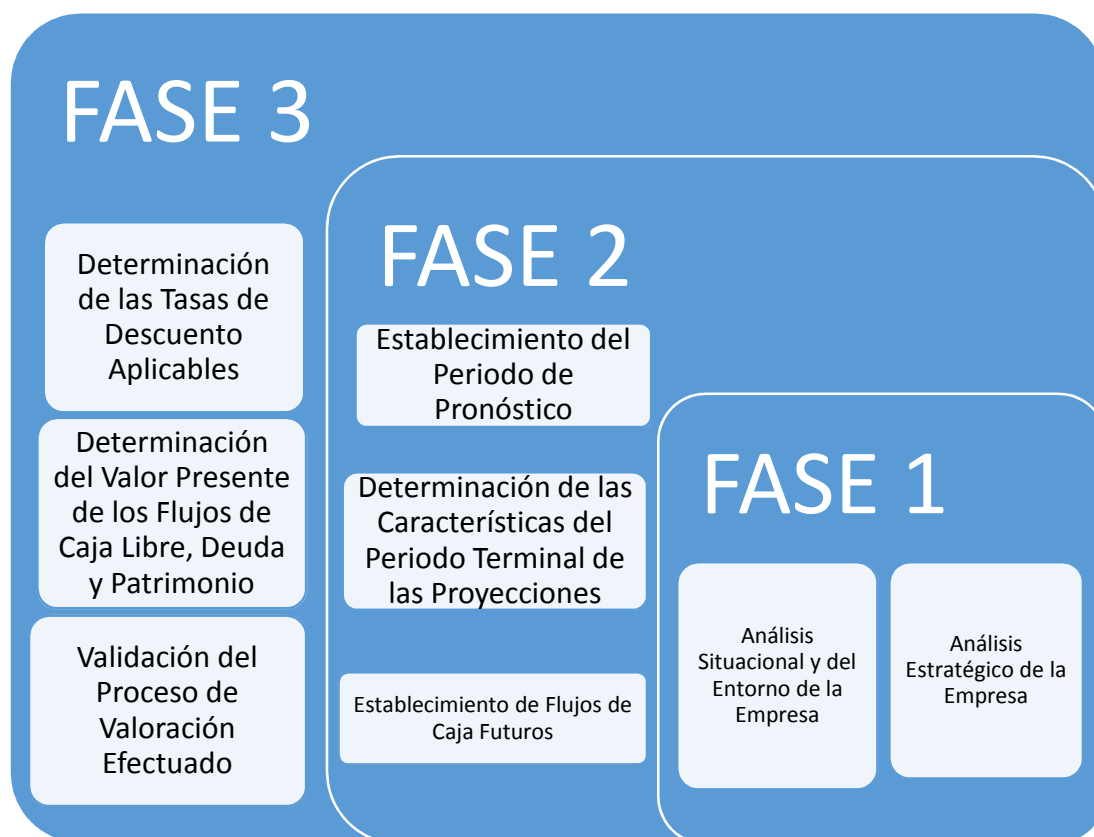
Fase 2

3. Establecimiento del Periodo de Pronóstico.
4. Determinación de las Características del Periodo Terminal de las Proyecciones.
5. Establecimiento de los Flujos de Caja Futuros.

Fase 3

6. Determinación de las Tasas de Descuento Aplicables.
7. Determinación del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre, de la Deuda y del Patrimonio.
8. Validación del Proceso de Valoración Efectuado.

En el siguiente gráfico se representan las diferentes fases del proceso de valoración y en cada una de ellas, incluye las etapas correspondientes.

Gráfico 7: Fases y etapas del proceso de valoración de la Empresa SI

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

3.2.1 Fase 1

Las primeras dos etapas, referidas anteriormente, fueron llevadas a cabo en el Capítulo 1, con la finalidad de obtener un conocimiento general del negocio en el que se desenvuelve la empresa; así como, de su entorno interno y externo; de tal manera, de poder obtener los elementos de juicio indispensables para la ejecución de la valoración que se llevará a cabo en el presente capítulo.

Dado el tipo de negocio en el que se encuentra la empresa S.I, un panorama como el descrito en líneas anteriores; puede incluso, en ciertas circunstancias, resultar favorable; puesto que, en épocas de crisis se requieren servicios de consultoría.

Con respecto a la información contable financiera utilizada en el presente trabajo de investigación, fue adquirida por la misma empresa; además de información vertida por los entes de control como el SRI y la Superintendencia de Compañías; las cuales, son de dominio público.

En base al análisis estratégico de la organización tomando como fundamento el análisis FODA, se sentaron las bases que permitieron tomar en cuenta aspectos estratégicos en la proyección de flujos de caja futuros de la empresa S.I. La empresa no había efectuado últimamente de manera formal, una actualización de su plan estratégico, ni de su direccionamiento estratégico; y por ello, fue necesario efectuar una revisión de los mismos, con el propósito de delinear una serie de estrategias que, necesariamente, marcarán el futuro de la organización. Tales estrategias se detallarán en el Anexo 7, Estrategias Delineadas que se encuentran al final de este documento.

3.2.1.1 Análisis Situacional y del Entorno de la Empresa.- detallado en el
Capítulo 1

El detalle de este numeral se lo puede observar en el capítulo I.

3.2.1.2 Análisis Estratégico de la Empresa.- detallado en el Capítulo 1

El detalle de este numeral se lo puede observar en el capítulo I.

3.2.2 Fase 2

Una vez que se finalizó con la fase 1 de la valoración de la empresa, se inició con la fase 2; la misma que se encuentra relacionada con la determinación de los flujos de caja futuros seguidamente se pasa a analizar cada una de las etapas que componen esta fase.

3.2.2.1 Establecimiento del Periodo de Pronóstico y del Periodo Terminal

Al ser la empresa S.I una empresa en marcha, de manera teórica, sus perspectivas de crecimiento se darían hasta el infinito, a pesar que, desde el punto de vista legal, las compañías tienen una vida finita y definida, no es menos cierto que esa vida bajo requerimiento de sus socios puede ser extendida.

Una compañía limitada es, hasta cierto punto, de naturaleza cerrada, y su permanencia en el tiempo con un horizonte infinito puede darse a través de la herencia.

En un proceso de valoración, como el que se va a llevar a cabo, es muy importante definir las siguientes etapas respecto de los flujos de caja futuros proyectados.

- La primera, es la que se conoce como periodo de pronostico
- La segunda, denominada periodo terminal o de la continuidad en el tiempo.

El horizonte del tiempo relacionado con el periodo de pronóstico es aquel para el cual se determinan los flujos de caja, al menos de naturaleza anual y cuyo número de periodos no puede extenderse de manera indefinida, ya que debe ser necesariamente acotado.

Usualmente este periodo, dependiendo del tipo de negocio, puede fluctuar entre 5 a 10 años; aunque en casos excepcionales, podrían ser de duración superior, como los relacionados con actividades forestales.

En relación con este periodo de pronóstico; se puede decir que, es aquel en el cual la empresa puede llegar a una fase de maduración. Su continuación en el tiempo se conoce como periodo terminal y cuya continuación en el tiempo, se puede dar en base a estrategias de sostenimiento e innovación.

Para el presente trabajo, se ha considerado apropiado un período de pronóstico de 5 años, específicamente, entre los años 2015 al 2019, a partir del año 2020 (año 6) hasta el infinito se constituye entonces el denominado *Periodo Terminal*.

3.2.2.2 Determinación de las Características del Periodo Terminal de las Proyecciones

Como se ha dicho anteriormente, al tratarse de una empresa en marcha, la que está siendo valorada, se debe suponer que el horizonte temporal de los flujos de caja futuros será infinito. La segunda parte de este horizonte, entre los años 6 e infinito constituye el periodo terminal, también denominado periodo de la continuidad o perpetuidad.

Según Sapag Et Al (2008 pág. 281), existe la posibilidad de diversos tipos de comportamiento para los flujos de caja de este periodo terminal. En este sentido podrían darse diversos tipos de comportamiento, entre los cuales podrían destacarse los siguientes:

- a) Suponer flujos de caja constantes.
- b) Suponer flujos de caja crecientes, que crecen a tasa constante.
- c) Suponer flujos de caja decrecientes, hasta cierto momento del tiempo.
- d) Cualquier otro tipo de comportamiento razonable.

Para el presente trabajo se supondrá que los flujos de caja del periodo terminal estarán representados por un flujo de caja que crezca a una tasa constante, de manera indefinida.

3.2.2.3 Establecimiento de Flujos de Caja Futuros

En esta etapa, se determinarán los flujos de caja apropiados para establecer el valor de la empresa; es decir, los flujos de caja libres (FCL). En líneas anteriores, se dió a conocer que para determinar el valor de los activos de la empresa se partirá de los flujos de caja libres, o sea los flujos de caja que se espera que generen los activos; que no son más que, la sumatoria de los flujos de caja operacionales y los de inversión, en función de lo detallado en la NIC 7 Estado de Flujos de Efectivo.

Para la determinación de los flujos de caja libres se utilizará el método indirecto, según lo dispuesto en la misma NIC 7²⁷. Esta norma, en resumen, da a conocer los elementos que intervienen en la determinación de los flujos de caja operacionales y los flujos de caja de las inversiones; así como, del financiamiento. Además, establece las pautas para construir dichos flujos de acuerdo a dos métodos alternativos, como son el método directo y el indirecto. En el presente trabajo, se utilizará el método indirecto, el mismo que permite establecer los FCO²⁸, a partir del ER²⁹. La forma de establecer los FCI³⁰ es similar en los dos métodos; es decir, directo e indirecto.

En cuanto al establecimiento del monto de los FCO proyectados para la empresa SI, al utilizar el método indirecto; en cuanto a la determinación de los FCO, se procedió así:

- Se partió del resultado (pérdida o utilidad) neta de impuestos³¹.
- Luego se procedieron a reversar las partidas del ER que no correspondían a actividades operacionales; es decir, aquellas relacionadas con inversión y financiamiento. Estas reversiones deberían incluir los efectos tributarios correspondientes.

²⁷ NIC 7 Norma Internacional de Contabilidad 7: Estado de Flujos de Efectivo.

²⁸ FCO Flujo de Caja Operacional

²⁹ ER Estado de Resultados

³⁰ FCI Flujo de Caja de Inversion.

³¹ En este ámbito, se deberá entender para el caso ecuatoriano como impuestos, a la sumatoria de la participación laboral y del impuesto a la renta.

- A continuación, se deben reversar aquellas partidas del ER, tales como: depreciaciones, amortizaciones y provisiones para cuentas incobrables, que no representan desembolsos de efectivo. En el sentido más amplio, bajo el mismo enfoque, se deberían reversar partidas que no generen ingresos de efectivo. Para el presente trabajo se reversaron, solamente, las depreciaciones; por cuanto, las otras eran inexistentes.
- Finalmente, se debe proceder a sumar o restar los efectos derivados de las variaciones de las partidas de capital de trabajo neto operacional (CTNO).

De manera previa al establecimiento de los FCL de la empresa se debe primero explicar la manera de cómo se proyectaron; por un lado, las partidas del ER y por otro los efectos de las variaciones del CTNO.

Proyección de las Partidas del Estado de Resultados

En general, para dicha proyección se utilizará, sobre todo, el método del porcentaje de ventas, combinado con otros procedimientos adicionales.

Se ha tomado como una fuente importante de información las cifras de ventas de las empresas bajo el control de la Superintendencia de Compañías; específicamente, se han considerado las ventas de las empresas pequeñas del *Subsector de Actividades Profesionales Técnicas*

y *Administrativas*. En este punto cabe recalcar que se ha escogido la información de las empresas pequeñas en función de la clasificación llevada a cabo por la Superintendencia de Compañías de acuerdo a los lineamientos de la resolución No. SC-INPA-UA-G-10-005 dictada por Pedro Solines Chacón SUPERINTENDENTE DE COMPAÑÍAS el día martes 07 de diciembre de 2010 (Clasificación de las PYMES, de acuerdo a la Normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente.).

En el Anexo 21 se incluye el contenido del artículo primero de dicha resolución, en el cual se detallan los criterios que sirven de base para clasificar a las PYMES. Cabe mencionar que cuando se cumpla uno de los criterios considerados, la empresa puede ser clasificada en la categoría correspondiente. Para el caso de Servicios Integrados se lo ha considerado como una *empresa pequeña*.

Proyección Estimada de las Ventas Para el Periodo de Pronóstico

Para efectos de proyección de este rubro se tomaron como base los siguientes aspectos:

- Según las proyecciones del WEO (Anexo 22) el porcentaje de crecimiento del PIB del Ecuador, a precios corrientes, para el período 2015-2019 se estima será de entre el 6.36% y 7,21%. Hasta la fecha, en la página web consultada, no existen nuevas cifras para

estas proyecciones, en función de las nuevas condiciones internacionales y locales.

- Según la misma fuente, en el Anexo 22, la cifra de inflación prevista para el Ecuador, entre los años 2015 y 2020, se sitúa en alrededor del 3% anual. Consideramos que por lo expuesto en el numeral 5 (Incluido posteriormente) estas cifras deberán ser algo mayores. Tómesese en consideración la implementación de salvaguardas en la economía ecuatoriana y las nuevas condiciones económicas el país.
- Según las cifras históricas publicadas por el BCE (Anexo 16), el crecimiento histórico del PIB del sector al cual pertenece la empresa SI³², varió entre, aproximadamente, un 4% en el año 2010 y un 8% en el año 2014.
- Durante el período 2010 a 2012, las ventas de la empresa SI crecieron de manera importante, superando ampliamente el crecimiento del PIB nacional y sectorial; situación que se modificó a partir del año 2013, de forma sustancial, por la enfermedad del socio principal de la empresa, que finalmente desencadenó en su fallecimiento a mediados del año 2013. (Anexo 25). Aunque en el año 2014 una vez que la dirección de la empresa fue asumida por una de las hijas del socio que había sido el mayoritario, si bien los niveles de actividad de la empresa han disminuido notablemente, en

³² Sector: actividades profesionales, técnicas y administrativas.

cambio, ya denotan estabilidad en su comportamiento y lo que corresponde llevar a cabo a su funcionaria principal es retomar de forma paulatina y sostenida el control y manejo de la organización.

- Aparte de las cifras anteriores, deben tomarse en consideración los cambios recientes ocurridos en la economía mundial y nacional, tales como: los niveles tan bajos del precio del petróleo, la fortaleza del dólar y el deterioro de la balanza de pagos del Ecuador, fundamentalmente.
- En base a la información detallada en los numerales anteriores los porcentajes de incremento de las ventas corrientes de la empresa SI, han sido, establecidos para el período de proyección en un 3% para el año 2015 y en un 5% para los otros cuatro años, de tal manera que, las cifras proyectadas de las ventas de la empresa para el período de pronóstico son las detalladas en el Cuadro 9, presentado a continuación

Cuadro 9: Proyección del crecimiento de ventas escenario normal

	2015	2016	2017	2018	2019
PARAMETROS					
% Crecimiento PIB sin evolución economía	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
% adicional por evolución economía	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
% de inc. de ventas adicional sobre PIB corriente	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
TOTAL CRECIMIENTO VENTAS	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
VENTAS PROYECTADAS \$	\$ 277.044,25	\$ 290.896,46	\$ 305.441,29	\$ 320.713,35	\$ 336.749,02

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

- Como se puede concluir, se ha preferido ser conservadores en la fijación de los porcentajes de crecimiento previsto del nivel de actividad de la empresa, a través de las ventas. La empresa deberá recuperar su mercado; aunque, llegar a los niveles históricos anteriores, se considera en las actuales y futuras circunstancias, muy complicado; por cuanto, los niveles de venta de los años inmediatamente anteriores al año 2014 se presentaron por la relación directa entre el Sr. Tinajero y el grupo de empresas de la Universidad San Francisco; además, de que la construcción del Paseo San Francisco y su culminación influyó, en un alto porcentaje, en el comportamiento de esas ventas históricas.

Proyección de las partidas del Costo de Ventas

Una vez que se pronosticó el comportamiento de las ventas de la empresa, de manera conservadora, se debió proceder a establecer las cifras del costo de ventas. De forma previa, es necesario considerar que este rubro contiene dos elementos: costo directo y costo indirecto. El costo directo corresponde a los rubros relativos a remuneraciones de los empleados, aparte de otros rubros como: gastos de mantenimiento, suministros y otros de naturaleza similar.

En esta instancia del presente trabajo, no se puede cuestionar la práctica contable de la empresa de incorporar algunos gastos como costos de ventas; puesto que conceptualmente, esta diferenciación es tan solo de

carácter contable, pero totalmente irrelevante para nuestros fines de valoración, cuyo enfoque es eminentemente financiero.

Lo que sí es importante, es que para efectos de pronóstico del ER, se deben considerar los costos y gastos operativos como un rubro global muy perfectamente definido y claro, en cuanto a las partidas que los componen.

Para la determinación de los rubros relativos al costo de ventas directo se utilizará el método del porcentaje de ventas, consideradas estas como un indicador del nivel de actividad que determina el valor aproximado de los costos relacionados con ellas. El porcentaje que los costos de ventas de la empresa SI representaron históricamente respecto de las ventas de la empresa se incrementó de manera clara en los últimos años; pasando del 64% en el año 2010, a un 81% en el año 2014, registrando porcentajes bajos en los años 2011 a 2013, según puede consultarse en el Anexo 10. Este comportamiento en gran medida, se explica por la drástica disminución de las ventas y la consecuente menor absorción de costos por economías de escala en la empresa.

Si bien estos costos incluyen valores que pueden considerarse de naturaleza fija, en cierta proporción; una forma de ser conservadores en las proyecciones efectuadas, es el considerarlos variables, en su totalidad. Recuérdese que, si los costos mantuvieran su característica de fijos a lo largo del período de proyección, su variación hacia el alza estaría justificada, en gran parte por la política salarial de la empresa y la inflación.

En relación con los costos de ventas indirectos, y específicamente, las depreciaciones, su proyección se llevó a cabo en base a la aplicación de los porcentajes de depreciación apropiados, en función de las disposiciones legales vigentes, respecto de los elementos de propiedades, planta y equipo que permanecerán con la empresa³³. Esto se puede visualizar en el Anexo 13.

Los costos directos de ventas como porcentaje de las ventas para el período de pronóstico se establecieron en un 58,65% (ver Anexo 10), porcentaje similar al del año 2014. Del valor total de costos de ventas directos, el 71,88 corresponde a remuneraciones a los empleados.

En cuanto a los costos indirectos, distintos a depreciaciones, estos fueron proyectados en base al incremento del índice general de precios, tomando en base el año 2014. Se puede visualizar en el Cuadro 10 descrito a continuación, y más específicamente en el Anexo 26.

³³ Recuérdese que en el numeral 1.2.7 se dio a conocer que la empresa actualmente mantiene exceso de activos permanentes y que por ello ha planeado llevar a cabo su venta. Por esta circunstancia, desde el punto de vista contable, estas propiedades deberían ser reclasificadas como propiedades de inversión.

Cuadro 10: Crecimiento de costo de ventas

PARTIDAS CONTABLES	2015	2016	2017	2018	2019	PARAMETROS	
COSTO DIRECTO	162.487	170.611	179.141	188.099	197.504	% del costo del costo directo de ventas / ventas	58,65%
sueldos y salarios	116.802	122.642	128.774	135.213	141.974	% de sueldos y salarios / Costos Directos, S y S de los costos	71,88%
otros costo directos	45.685	47.969	50.367	52.886	55.530		
COSTO INDIRECTO	17.752,30	13.313,64	19.676,61	19.752,08	19.830,20		
depreciacion activos fijos	15739,22	11230,11	17520,15	17520,15	17520,15	proyeccion realizada Anexo 13	
otros costos indirectos	2013,08	2083,53	2156,46	2231,93	2310,05	% inflacion proyectada	3,50%

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Proyección de Gastos Administrativos y Ventas

Respecto de este rubro se debe comentar lo siguiente:

- Los gastos administrativos fueron divididos en gastos fijos y gastos variables. En base a la información histórica del año 2014, considerada como estable para el nivel de actividad actual de la empresa se determinó que existían una parte de gastos de naturaleza fija que debían proyectarse en base al incremento del índice general de precios establecido en un 3,5% de inflación; y que otra parte, los gastos de naturaleza variable debían ser proyectada como porcentaje de las ventas anuales futuras, establecida en el 0,20%.

Los rubros proyectados pueden consultarse en el Cuadro 11, Proyección de Gastos Administrativos y de Ventas.

Cuadro 11: Proyección de gastos administrativos y de ventas
Periodo 2015-2019

PARTIDAS CONTABLES	2015	2016	2017	2018	2019	PARAMETROS	
GASTO OPERATIVO	16.905,21	20.539,03	21.441,36	22.384,45	23.370,17	Suma gsto administrativo mas gsto ventas	
GASTO ADMINISTRATIVO	8.593,88	8.903,17	9.223,71	9.555,91	9.900,21		
Gastos Fijos	8.027,10	8.308,05	8.598,83	8.899,79	9.211,29	% inflacion proyectada	3%
Gastos Variables	566,78	595,12	624,88	656,12	688,93	% en relacion a las ventas	0,20%
GASTOS DE VENTAS	8.311,33	11.635,86	12.217,65	12.828,53	13.469,96	% en relacion a las ventas mas incremento	
% sobre ventas	3,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%		
Gastos Variables	8.311,33	11.635,86	12.217,65	12.828,53	13.469,96		

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

- Los gastos de mercadeo y ventas, en cambio, fueron proyectados para el período 2015-2019, como porcentaje de ventas, por la misma naturaleza de los rubros que lo integran. En el cuadro siguiente se detallan los porcentajes que los gastos de mercadeo y ventas representan respecto de las ventas históricas en el período 2010-2015, así como los porcentajes que se utilizarán para el período de pronóstico.

Cuadro 12: Evolución de los gastos de mercadeo y ventas de la empresa SI

Período: 2010-2019

AÑO	% SOBRE VENTAS	VALOR
2010	0,60%	\$ 9.079,20
2011	1,40%	\$ 24.220,00
2012	0,90%	\$ 26.928,00
2013	0,90%	\$ 19.243,25
2014	2,40%	\$ 6.500,00
2015	3,00%	\$ 8.311,33
2016	4,00%	\$ 11.635,86
2017	4,00%	\$ 12.217,65
2018	4,00%	\$ 12.828,53
2019	4,00%	\$ 13.469,96

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Como se puede apreciar, para el año 2015 se decidió modificar el porcentaje de los gastos de venta respecto de las ventas, incrementándolo en un 0.6%, para posteriormente incrementarlo en un 1.6% respecto del porcentaje que estos representaron en el año 2014. Esta estrategia será implementada por la empresa con la finalidad de que esta pueda mantener sus expectativas de crecimiento

de ventas. Se puede visualizar el desglose de las cuentas de gastos en el Anexo 27.

Para validar de alguna manera lo adecuado de las proyecciones efectuadas en relación con los elementos de los costos y gastos del ER se procedió a efectuar lo siguiente:

- Se compararon el porcentaje de los rubros de costo y gastos en relación a las ventas, excepto depreciaciones de la empresa SI, respecto de los registrados en empresas comparables de nuestro medio. Estas empresas comparables seleccionadas fueron las empresas pequeñas a nivel nacional, que reportan a la Superintendencia de Compañías y que pertenecen al Sector: *Actividades Profesionales, Técnicas y de Contaduría*. En el Cuadro 13 se incluye información relacionada con estos porcentajes.
- Además, se seleccionó una empresa, del mismo giro de negocio que la empresa analizada. Nos referimos a la empresa comparable³⁴. Esta compañía es muy similar a la empresa SI también en cuanto al número de empleados y nivel de actividad.

³⁴ Específicamente, la empresa Garisa S.A. Su información fue obtenida a partir de los datos públicos disponibles en la página web de la Superintendencia de Compañías.

Cuadro 13: Análisis comparativo de los rubros del estado resultados

Rubros	Dolares corrientes			Porcentajes		
	GARISA 2013	SI 2014	COMPARABLES 2013	GARISA 2013	SI 2014	COMPARABLES 2013
Ingresos operativos por ventas	291169	268975	9299794	100%	100%	100%
Costos y gastos operativos antes de impuestos	256635	238846	8382936	88%	89%	90%

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Sobre las cifras antes referidas, se deben efectuar los comentarios siguientes:

- No fue posible obtener datos de las empresas comparables del sector, ni de la empresa individual comparable, correspondiente al año 2014; por cuanto, a la fecha de consulta no se encontraba disponible, por el desfase entre la generación de la información y su publicación por el organismo de control consultado. Por ello, para llevar a cabo la comparación con la información de la empresa SI, se procedió a calcular las cifras porcentuales del año 2013. Recuérdese, además que utilizar la información de la empresa SI correspondiente al año 2014, es la mejor opción, por el notable cambio de su nivel de actividad.
- La empresa SI en su ER del año 2014 incluía valores por depreciaciones en exceso de los activos permanentes. Esto significaría que al no considerarlos para efectos de proyección del ER, la situación comparable de la empresa sería ventajosa respecto de los comparables utilizados. De hecho, los porcentajes que los costos y gastos operativos, antes de impuestos de la empresa Si para el período de pronóstico, son inferiores a los de los comparables y se situarían entre el 70 y el 72%, aproximadamente.

Proyección del Capital de Trabajo Neto Operativo

Para la proyección de los Flujos de Caja Libres de la empresa Si, puesto que se va a utilizar el método indirecto, es necesario proceder a establecer las variaciones de las partidas que integran el CTNO.

Por los antecedentes expuestos en relación con la información contable – financiera disponible respecto de la empresa Si, se consideró apropiado utilizar como base de proyección algunos indicadores de carácter financiero de la empresa, correspondiente al año 2014, específicamente, se utilizaron estos indicadores:

- Razón corriente.

- Rotación de cuentas por cobrar.

- Rotación de cuentas por pagar.

- Rotación de activos totales.

- Porcentaje de otras cuentas por cobrar sobre ventas.

- % de efectivo más equivalentes de efectivo sobre costos y gastos líquidos.

- % de saldo de beneficios no corrientes a empleados sobre sueldos y salarios.

A los indicadores antes mencionados se efectuaron algunos ajustes, en función de las nuevas estrategias futuras a implementar por parte de la empresa; las mismas que son totalmente realizables, en función de las conversaciones mantenidas con la gerencia de la entidad valorada.

Los parámetros, históricos y proyectados del presente trabajo se han incorporado en el Anexo 28. En cambio los resultados obtenidos para las diferentes partidas del CTNO se detallan en el Anexo 29.

Para establecer el Capital de Trabajo Neto Operativo se procedieron a pronosticar las partidas más relevantes del activo circulante y el pasivo circulante a través de los índices financieros anteriormente anotados; ya que son las partidas netamente derivados de la actividad operacional que la empresa realiza. A continuación se expresa la proyección de cada una de las partidas según los criterios de índices financieros de liquidez y rentabilidad; para lo cual se tomó el 2014.

Activo Circulante

- Efectivo y equivalentes de efectivo: para la estimación de esta partida, se estableció que el valor de la misma representará el 6% de las ventas pronosticadas para cada año del periodo 2015-2019; dicho

porcentaje representa el efectivo y equivalente del efectivo sobre los costos y gastos líquidos que se presenten en la empresa, ya que la cuenta estima la liquidez que debe poseer es la necesaria para cubrir los costos y gastos de 18,25 días.

- Cuentas por cobrar no relacionadas: para la cartera de clientes no relacionados se tomó una rotación promedio de 33 días sobre las ventas anuales.
- Otras Cuentas por cobrar: para este tipo de cartera, se tomó una rotación promedio de 45 días sobre las ventas anuales.

Pasivo Circulante

- Documentos y cuentas por pagar a proveedores: para la cartera de proveedores se tomó una rotación promedio de 14 días sobre los costos y gastos líquidos anuales.
- Cuentas por pagar al IESS: corresponden al aporte patronal del 12,15% sobre los sueldos y salarios del personal proyectados en el Estado de Resultados para los años 2015-2019.
- Provisión de Beneficios de Ley a Empleados: corresponden a la parte proporcional de un año del décimo tercer sueldo de un mes, al décimo cuarto sueldo de 5 meses, y los fondos de reserva de 6 meses.

Todo esto calculó sobre los sueldos y salarios proyectados en el Estado de Resultados.

- Impuesto a la Renta y Participación a Trabajadores: estas partidas son proyectadas en el Estado de Resultados, y son las que quedan por pagar para el periodo siguiente al del ejercicio económico que corresponde.

3.2.3 Fase 3

3.2.3.1 Determinación de los Flujos de Caja Libres (FCL)

Una vez que se han procedido a pronosticar las diferentes partidas del Estado de Pérdidas y Ganancias Operativo (ERO) de la empresa para los próximos años; así como, las correspondientes al Capital de Trabajo Neto Operacional (CTNO), se procederán a establecer los flujos de caja libres de la misma³⁵, considerada como un todo. Recuérdese que, el primer objetivo de esta parte del presente trabajo de titulación, es establecer la capacidad que los activos de la empresa poseen para generar flujos de caja futuros. Estos flujos al ser expresados en términos del momento actual, lo que en realidad logran es establecer de una manera aproximada el valor que, desde el punto de vista financiero, poseen los activos de la empresa de una manera muy razonable, por su capacidad de generar flujos de caja en el futuro.

³⁵ También conocidos como *free cash flow*.

Posteriormente, a partir de los resultados que se obtengan en el proceso anterior, se podrá determinar, de manera aproximada también, el valor de los recursos patrimoniales³⁶, restando del valor de los activos el valor de la deuda financiera³⁷.

Para el establecimiento de los **Flujos de Caja Libres** se utilizará el método indirecto y por ello, en estricto sentido, no se requerirá pronosticar los balances generales (BG); sino que, tan solo es necesario proyectar el ERO y el CTNO. Por supuesto, que también se debe proyectar el comportamiento de otras partidas del BG, pero no con la finalidad de pronosticar los BG, en sí mismo.

Para la determinación de los flujos de caja libres, se deben establecer los flujos de caja operacionales y los flujos de caja de inversiones; para posteriormente intégralos. No se deben considerar en la determinación de tales FCL, los flujos de caja derivados de la deuda (FCD); por cuanto, estos corresponden a flujos que se generan a partir de los anteriores, sobre todo, para remunerar a los proveedores de capital deuda de carácter financiero (D).

³⁶ En este sentido, cabe señalar, que el valor de los activos de una empresa resulta de sumar el valor de la deuda más el valor del patrimonio. En consecuencia el valor del patrimonio es el resultado de restar el valor de la deuda del valor de los activos.

³⁷ Deuda financiera es aquella deuda proveniente de préstamos de instituciones financieras o emisiones de títulos negociables a terceros, como pagarés de empresas o bonos.

Proyección de los Flujos de Caja Operacionales

Los flujos de caja operacionales son los que genera la empresa a través del uso de sus activos, que se encuentran dedicados al giro de negocio; es decir, que se trata de los flujos de caja que provienen del curso normal de sus operaciones. Como se recordará, la empresa SI, dentro de su BG histórico, cortado a finales del año 2014, incluía partidas de activos y pasivos que no necesariamente correspondían a activos de carácter operacional o pasivos del mismo tipo. Incluso, al analizar el detalle de los elementos de Propiedades, Planta y Equipos (PPE) se pudieron identificar elementos que se encontraban en exceso, respecto de la cantidad y valor que la empresa requiere para llevar a cabo sus actividades normales; por ello, al proyectar los flujos de caja libres, se incluyó una partida proveniente de actividades extraordinarias, la misma que se desprende de la depuración y enajenación de una serie de activos y pasivos que la empresa mantiene en la actualidad³⁸. Esto se puede visualizar en el Anexo 14.

Para la determinación de los FCO del período de pronóstico se procedió de la siguiente manera:

A partir del resultado neto operacional, se añadieron las partidas que no representan movimiento de efectivo; es decir, los montos proyectados por depreciaciones, amortizaciones de cargos diferidos y provisión de cuentas

³⁸ Sobre las partidas en exceso o que no corresponden al giro normal del negocio, se efectuó un análisis respecto de su depuración en el numeral 3.2.2.3, en la sección: *Proyección del Estado de Resultados*.

de cobro dudoso. Cabe señalar que, la empresa no dispone de cargos diferidos, ni ha previsto establecer rubro alguno por concepto de provisión de incobrables. Por ello, se requirió sumar tan solo el monto de las depreciaciones. Como el objetivo es llegar al FCO, el propósito de esta adicción, es eliminar los rubros del ERO que no significaron movimiento de efectivo. Esta depreciación solo se refiere a los montos proyectados para los elemento de PPE y, de ninguna manera, incluyen depreciaciones por activos que se encuentran en exceso y que no se piensa utilizarlos; sino más bien, enajenarlos. (Ver Anexo 14)

Mediante los pasos descritos en las líneas anteriores, se estableció lo que se conoce como el resultado operativo líquido neto.

A continuación, se procedió a sumar las variaciones de capital de trabajo neto operativo, sumando el pasivo circulante y restando el activo circulante. El resultado de las variaciones del CTNO se puede visualizar en el Anexo 30.

Proyección de los Flujos de Caja de Inversión

Los flujos de caja de inversión (FCI) corresponden a los desembolsos que la empresa realiza para la adquisición de recursos económicos que generen ingresos o flujos de efectivo en el futuro o la recuperación de activos elementos de Propiedad, Planta y Equipo. En el caso de la empresa SI se realizó la recuperación de activos que se mantenían inmovilizados en la

empresa como es el caso de los activos fijos, además de la depuración de carteras pendientes que mantenía la empresa hasta el momento. (Anexo 30)

Considerando las depreciaciones de los activos fijos en un futuro y su valor en libros, la empresa determinó que se deberá realizar una actualización de los activos fijos en cuestión por un valor aproximado de \$20000 en el año 2017.

En este punto cabe anotar que en el FCI, al final del pronóstico se incluye el **Valor Terminal**; es decir, la estimación de un valor representativo de los ingresos futuros del año 6 en adelante.

Para el cálculo del Valor Terminal existen 2 enfoques:

1. Valor de Activos.- Posee 2 métodos los cuales son el Método Contable y el Método Comercial
2. Valor de Flujos.- cuyo enfoque se basa en el Método Económico.

Para la valoración de empresas no es adecuado utilizar el método contable ni el método comercial por las siguientes razones:

En el método contable, el valor de desecho se expresa como la suma de los valores en libros de los activos en la fecha de estimación, sin considerar su

perdida, deterioro y otras variables económicas que afecten al cambio del valor de la empresa. Por lo cual, es un método muy conservador e impreciso, especialmente en estimaciones de costos y beneficios.

En el método comercial, (según Sapag et al 2008, cap. 13) se toma como valor de desecho de la empresa a la suma de los valores comerciales que sería posible esperar de ella; por tal razón no considera posibles cambios tecnológicos y variables del entorno a lo largo del tiempo. Además de esto, no es posible aplicar a una empresa con una gran cantidad de activos ya que se debería establecer valores de mercado con activos similares pero puede que no estén en las mismas condiciones, lo que se vuelve una tarea titánica.

Por lo mencionado anteriormente, se utilizará el método económico para establecer el valor Terminal, conocido también como valor presente de la perpetuidad. La perpetuidad representa los FCL del año 6 en adelante; es decir, los flujos que los activos serán capaz de generar más allá de periodo de pronóstico.

Para el cálculo del valor presente de la perpetuidad se tomaron en cuenta dos alternativas, una perpetuidad ilimitada y una con un horizonte de 20 años; además de esto, se incluyó el crecimiento de la perpetuidad del 3% que corresponde a la evolución del PIB entre los años 2015-2019. En el modelo de valoración se tomó la perpetuidad ilimitada con crecimiento ya que esto tiende a ajustarse más a la realidad del proyecto; y al ser

correctamente utilizado mejora sustancialmente el valor remanente de la inversión.

Con respecto a la inversión del Capital de Trabajo, debe mencionarse que este no se recupera ya que la empresa lo utiliza para continuar en marcha y constituye parte del flujo de caja, en el momento de la valoración.

A continuación, se presenta el cálculo del Valor Presente de la Perpetuidad derivado de la siguiente fórmula:

$$\text{VP}_5 \text{ de la perpetuidad} = \frac{\text{FCL rep (1+g)}}{(r-g)}$$

Cuadro 14: Cálculo del valor presente de la perpetuidad

Flujo terminal representativo

FCO rep	81.179
Dep rep	(\$ 15.905,96)
FCL rep	65.273

VP₅ de la perpetuidad

n	20
r	12,31%
A	\$ 65.272,95
g	3,00%

VP

infinito	\$ 530.421,93	\$ 722.460,69
limitado	\$ 478.353,61	

VP₅ de la perpetuidad **\$ 722.460,69**

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

3.2.3.2 Determinación del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre, de la Deuda y del Patrimonio

Con la finalidad de calcular los valores presentes de los FCL se requiere, como paso previo, establecer la tasa de descuento apropiada para ello.

En este punto, se debe puntualizar que para establecer el valor presente de los flujos de caja futuros derivados de los activos de una empresa considerando el riesgo asociado, se pueden utilizar cualquiera de los siguientes enfoques:

- Incorporar el riesgo en los flujos de caja de los activos.
- Incorporar el riesgo en la tasa de descuento que servirá para obtener el valor presente de los flujos de caja.
- En un enfoque mixto, parte del riesgo podría ser incorporado en los flujos de caja, y otra parte en la tasa de descuento.

Para propósito del presente trabajo, al aplicar el modelo de valoración de los flujos de caja futuros, se utilizará el segundo enfoque; es decir, que se incluirá el riesgo en la tasa de descuento. Específicamente, se introducirá el riesgo operativo a través del coeficiente beta, como parte de la aplicación del modelo CAPM para la determinación del costo de capital de los recursos propios, y además, puesto que el modelo no es aplicable al

Ecuador de manera directa, se efectuará un ajuste de dicho costo añadiendo una prima por riesgo país.

Establecimiento del Costo de los Recursos Propios

Para establecer el costo de los recursos propios (K_e) se utilizó el modelo de valuación de activos de capital (CAPM³⁹). Según Marín et al (2004, p. 128) este modelo es uno de los más reconocidos y de amplia aceptación a nivel mundial, en el campo de las Finanzas. Según el mismo documento, la ecuación que representa a este modelo es la siguiente:

$$E(r) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

En donde:

$E(r) =$	Es la rentabilidad esperada para la acción o inversión patrimonial en una empresa
$R_f =$	Es la tasa libre de riesgo
$B =$	Es la beta de la acción
$R_m =$	Es el rendimiento promedio del mercado
$(R_m - R_f) =$	Es el premio por invertir en acciones y no en un activo sin riesgo

³⁹ Capital Assets Pricing Model. Una explicación detallada de la derivación del modelo puede encontrarse en Maldonado (2013), en el numeral 9.11. Este modelo fue desarrollado por William Sharpe y John Lintner. Respecto de este modelo, puede consultarse en Flórez (2008).

En adelante, para referirnos a la rentabilidad esperada por una inversión en acciones, se utilizará la abreviatura K_e .⁴⁰

Mediante la aplicación de la ecuación anterior, se logrará obtener la rentabilidad que se puede esperar y por ende exigir a una inversión en acciones de una empresa ubicada en un mercado de capitales para el cual existe amplia información y en el cual el modelo CAPM pueda tener aplicación. Se conoce y es aceptado que el modelo CAPM no puede ser aplicado de manera directa en un país como el Ecuador, de hecho según Marín et al (2004, p. 140), se considera apropiado ajustar el K_e obtenido a partir de la ecuación anterior, añadiéndole una prima por riesgo país. Este procedimiento se justifica en el hecho de que las betas que se puedan obtener en un país como el Ecuador, no tienen un significado apropiado, capaz de que se pueda a su vez aplicar el modelo a través de ello. Las razones para la no aplicación de este modelo, de manera directa, se encuentran en las mismas bases conceptuales del mismo, según lo explica Maldonado (2013, p. 303). En resumen, el hecho de que el mercado de valores ecuatoriano incorpore a muy pocas empresas, que su volumen de actividad sea muy bajo, entre otras circunstancias, no permiten aplicar el modelo CAPM directamente en el Ecuador.

Para este trabajo, luego de obtener el K_e , aplicable al giro de negocios de la empresa SI en base a datos del mercado accionario y de valores de los Estados Unidos de América, se añadirá una prima de riesgo país, medido

⁴⁰ K significa costo de capital y el subíndice e se deriva de la palabra anglosajona equity, que significa patrimonio.

por el índice EMBI⁴¹. En la página web del Banco Central del Ecuador se menciona: “El EMBI se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice ó como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos.”. Este indicador es utilizado por los gerentes financieros como un parámetro para la medición del riesgo país.

Determinación de las Variables del Costo de los Recursos Propios de la Empresa SI

Como se explicó antes se utilizó el modelo CAPM ajustado al Ecuador. Para ello, se determinaron los valores de los diferentes parámetros como sigue:⁴²

- Tasa libre de riesgo

Se determinó la tasa libre de riesgo aplicable al mercado de los EUA, en base a la información publicada por la empresa Bloomberg. A la fecha de consulta; es decir, al 26-02-15 fue de 1,4 %, para bonos del Tesoro emitidos a un plazo de 5 años. El criterio de selección de estos bonos se basa en el hecho de que el período de pronóstico es de 5 años. (Anexo 31).

⁴¹ Este índice es elaborado de manera periódica por la empresa J.P. Morgan y es publicado en la página web del Banco del Ecuador. La página web de J.P. Morgan es: www.jpmorgan.com.

⁴² Los lineamientos seguidos se derivan de la aplicación de lo expuesto por Marín (2004), en el capítulo 6.

- Coeficiente beta

Como indicador del riesgo operativo de la empresa, medido a través del coeficiente beta, se evaluaron dos posibilidades para escoger la fuente de información apropiada:

- La primera, obtener las betas comparables de la industria a partir de los datos disponibles en una página web de la universidad de New York, esto es www.damodaran.com. Para efectos comparativos con el giro de negocio de la empresa SI, se consideró que el sector más apropiado es el de financial services.

La dificultad en este procedimiento radica en el hecho de que en este sector, no solamente se encuentran catalogadas empresas con actividades muy cercanas al de la empresa SI; sin embargo, dentro de esta industria se encuentran las empresas del mismo giro de negocio también.

El beta desapalancado para esta industria fue de 1, con datos cortados a enero de 2015. En el Anexo 32 se incluye la información consultada.

- La segunda, obtener las betas comparables de empresas de los EUA, cuyo giro de negocio es similar al de la empresa SI, y disponibles en la página web www.yahoofinance.com. El proceso para establecer el valor de las betas comparables fue el siguiente:

- Se consultaron los estados financieros y el valor de los coeficientes beta de un total de 9 empresas pertenecientes al sector business & consumer services y cuyas actividades se asemejaban en un alto grado al giro de negocio de la empresa SI.
- Se obtuvieron así las betas apalancadas de cada una de las empresas escogidas.
- Luego, a partir de la información de los estados financieros de las 9 empresas, se procedieron a calcular sus betas desapalancadas, en base a la siguiente ecuación⁴³:

$$\beta_a = \beta_e / \{1 + (1-t) (D / E)\}$$

- Posteriormente, se procedió a calcular la beta promedio simple de las betas desapalancadas antes establecidas.

La beta comparable desapalancada resultante fue de 1,02, algo superior a la beta calculada por el procedimiento anterior. La diferencia entre los valores de beta no es muy importante, pero es explicable en que la información que las dio origen es diferente. Para efectos del presente trabajo se decidió utilizar la beta de 1,02

⁴³ Respecto de la deducción de esta ecuación puede consultarse Marín et al (2004), en el capítulo 6.

asumiendo un riesgo es similar al de estas empresas. En el Anexo 33 se incluyen los datos antes mencionados.

- Prima de Riesgo de Mercado⁴⁴

Para el establecimiento de este parámetro se utilizó la diferencia entre la rentabilidad del mercado y la rentabilidad de bonos emitidos por el gobierno de los EUA para un período amplio: 1928-2014. Como indicador de la rentabilidad de mercado se utilizó el índice S & P 500, mientras que para la tasa libre de riesgo se utilizaron los datos de rentabilidad de los bonos emitidos por la Tesorería del gobierno de los EUA.

El valor obtenido fue de 6,25%, según se detalla en el Anexo 34.

Hasta este punto se lograron establecer los elementos necesarios para conocer el costo de los recursos propios desapalancado comparable en los EUA; el mismo que asciende a 7,73%.

A este valor se debe añadir la prima por riesgo país medido por el EMBI, el mismo que a la fecha de consulta ascendía al 4,58%. Con ello el Ke desapalancado en el Ecuador asciende al 12,31%. El cual se lo puede visualizar en el Anexo 35.

⁴⁴ PRM = Tasa de rentabilidad del mercado accionario – tasa de rendimiento de bonos a largo plazo. $PRM = R_m - R_f$.

Determinación del Valor de la Empresa

Una vez determinados los flujos de caja de los activos de la empresa y la tasa de los recursos propios desapalancada se procedió calcular el valor presente de tales flujos de caja.

La empresa no utilizará deuda financiera para los años futuros y por ello se considera apropiado utilizar como tasa de descuento de los FCL al K_e desapalancado, que en este caso viene a constituir el WACC o CPPC.

En vista de que la empresa no utilizará deuda, el valor presente de los activos de la empresa es igual al valor del patrimonio.

3.2.3.3 Validación del Proceso de Valoración Efectuado

Aplicando lo mencionado anteriormente, y considerando que todos los rubros y parámetros tomados son relevantes para el mejor estimativo de su valor acercándose a la realidad actual, la valoración final de la empresa SERVICIOS INTEGRADOS CIA LTDA, tal como se muestra en el Anexo 36, queda determinada en un valor de \$980.692,52

Sensibilidad de la Perpetuidad y la Tasa de Descuento

Utilizando el enfoque del valor de perpetuidad conocido también como Modelo de Gordon, se establecieron los flujos de caja de la empresa pero

con un valor de perpetuidad cambiante, para lo cual se realizó un cuadro con los posibles cambios en la tasa de crecimiento y en la tasa de descuento para el cálculo del WACC; con el objetivo de establecer valores máximos y mínimos en los cuales se maneje la negociación del valor de la empresa. Como se observa en el cuadro siguiente se comprueba el valor de la empresa por \$980.692,52 a una tasa de descuento del 12,31% y una tasa de crecimiento del 3%, que en dicho cuadro representan los datos bases para el cálculo de los demás valores.

Cuadro 15: Calculo del valor de la empresa mediante sensibilidad del wac y la tasa de crecimiento del valor terminal

		Perpetuidad					
			2%	2%	BASE	-2%	-2%
			7,00%	5,00%	3,00%	1,00%	-1,00%
WACC	-2,00%	8,31%	\$ 4.204.615	\$ 2.006.871	\$ 1.465.971	\$ 1.221.218	\$ 1.081.668
	-2,00%	10,31%	\$ 1.889.042	\$ 1.386.318	\$ 1.158.838	\$ 1.029.137	\$ 945.325
	BASE	12,31%	\$ 1.313.101	\$ 1.101.398	\$ 980.693	\$ 902.693	\$ 848.141
	2,00%	14,31%	\$ 1.048.410	\$ 935.933	\$ 863.251	\$ 812.418	\$ 774.870
	2,00%	16,31%	\$ 894.506	\$ 826.696	\$ 779.270	\$ 744.239	\$ 717.305

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Método de Múltiplos EBITDA

Para la validación del modelo de flujo de caja descontado; se utilizó, de manera adicional el método de múltiplos, que consiste en relacionar el precio de mercado de una empresa con algunas magnitudes financieras ya sean históricas o proyectadas que permitan una comparación rápida y homogénea del rango en el cual se puede negociar el valor de una empresa.

El múltiplo a calcular se relaciona con el EBITDA⁴⁵; es decir, se establecerá el múltiplo dividiendo el valor de la empresa dado por el mercado sobre el EBITDA determinado; para lo cual, se tomaron las mismas 9 empresas representativas del sector Business & Consumer Services utilizado para el cálculo de la beta comparable. En la página de Yahoo Finance, el múltiplo del valor de la empresa sobre las ventas; así como, el valor de la empresa sobre el EBITDA, se encuentra ya establecido; por lo cual, el múltiplo que representará al sector será el promedio de los múltiplos de las empresas que se tomó como muestra (Anexo 37).

Con un resultado de 9,65, se estableció por medio de fórmula un rango mínimo y máximo; así mismo, se calculó la desviación estándar de los múltiplos de las empresas para establecer una anotación más apropiada. Posteriormente, se procedió al cálculo de los rangos multiplicando el EBITDA del 2014 por el múltiplo mínimo y máximo establecido en el cual

⁴⁵ EBITDA Utilidad operativa antes de impuestos y participaciones

la empresa se manejara para la negociación de su valor. El resultado dado se describe en el cuadro a continuación:

Cuadro 16: Cálculo del valor de la empresa mediante el método de múltiplos EBITDA

V/EBITDA			EBITDA 2014	Valor Min/Max	Valor (+/- 1 DS)
Rangos	MIN -MAX	RANGO			
Min	5,82	6,43	\$ 89.126,52	\$ 518.716,33	\$ 573.505,70
Prom	9,65	9,65	\$ 89.126,52	\$ 860.182,29	\$ 860.182,29
Máx	14,53	12,87	\$ 89.126,52	\$ 1.295.008,28	\$ 1.146.858,88
DS est.	3,22				

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Validación por un Método Mixto: Gordon / Múltiplos

Bajo el mismo enfoque del EBITDA, se procedió a calcular otro múltiplo derivado del anterior, con la diferencia que se combina los flujos de caja con el valor de la empresa sobre el EBITDA; además de considerar el EBITDA proyectado del periodo 2019⁴⁶ (\$113565,29) para su respectivo cálculo.

A continuación se presenta el cuadro del cálculo del Valor de la Empresa bajo este enfoque, considerando de una a dos desviaciones estándares y +- dos puntos sobre la base de la tasa de descuento, el mismo que indicara los valores mínimos y máximos de la negociación del valor de la empresa.

⁴⁶ El EBITDA del 2019 es el valor que representa la variable x multiplicada por el múltiplo del sector

Cuadro 17: Cálculo del valor de la empresa con flujos de caja libre, sensibilización del wacc y del valor terminal en base al múltiplo del EBITDA

		DCF - Multiplo					
WACC		2d		1d	BASE	1d	2d
		3,22x	6,43x	9,65x	12,87x	16,08x	
	-2,00%	8,31%	\$ 860.950	\$ 1.106.066	\$ 1.351.182	\$ 1.596.297	\$ 1.841.413
	-2,00%	10,31%	\$ 819.126	\$ 1.042.812	\$ 1.266.497	\$ 1.490.183	\$ 1.713.869
	BASE	12,31%	\$ 780.875	\$ 985.340	\$ 1.189.805	\$ 1.394.270	\$ 1.598.735
	2,00%	14,31%	\$ 745.806	\$ 932.999	\$ 1.120.192	\$ 1.307.384	\$ 1.494.577
	2,00%	16,31%	\$ 713.582	\$ 885.224	\$ 1.056.866	\$ 1.228.507	\$ 1.400.149

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

En resumen de los 3 enfoques mencionados anteriormente, se establecieron los rangos de valor que el propietario de la empresa puede aceptar por la empresa en marcha; es decir que el valor de la empresa podrá variar en ese rango establecido.

Cuadro 18: Resumen enfoques de valoración

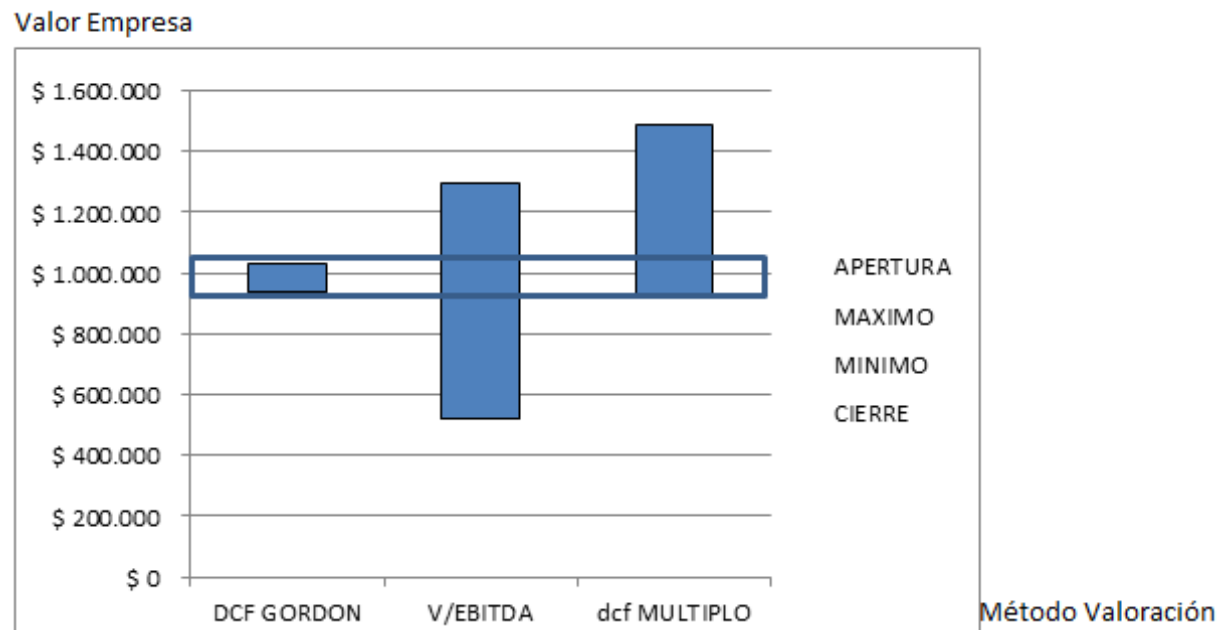
		APERTURA	MAXIMO	MINIMO	CIERRE
A	DCF GORDON	\$ 1.029.137	\$ 1.029.137	\$ 935.933	\$ 935.933
C	V/EBITDA	\$ 1.295.008	\$ 1.295.008	\$ 518.716	\$ 518.716
B	dcf MULTIPLO	\$ 1.490.183	\$ 1.490.183	\$ 932.999	\$ 932.999

Fuente: Investigación realizada

Elaborado por: Geomara Cano Heras

Como se observa en el gráfico siguiente, mediante los tres enfoques se puede establecer un rango en general que le permita al propietario de la empresa tener un horizonte más amplio, respecto de cuanto estará dispuesto a recibir por la empresa en marcha.

Gráfico 8: Resumen enfoques de valoración



Fuente: Investigación realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

4 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En conclusión, durante todo el trabajo realizado se han analizado todas las variables que afectaron el desenvolvimiento de la empresa; a continuación se presentan las conclusiones y recomendaciones a las que se llegó.

4.1 CONCLUSIONES

1. Existió una desactualización de información por parte de entes que trabajan con el gobierno, como son: Superintendencia de Compañías, Banco Central del Ecuador, INEC entre otras; ya que, la actualización de información se lo realiza con un tiempo prolongado de hasta 4 meses. Este inconveniente afectó el trabajo de investigación; puesto que, se debió investigar más a fondo y de manera personalizada.
2. Es muy difícil llevar a cabo este tipo de trabajos de investigación por el poco acceso a la información de la empresa. El alcance del trabajo, no pudo contemplar la utilización del valor de la empresa a través de la sensibilación de variables clave en el contexto de los Flujos de Caja; como se lo plantearía con el Modelo de Montecarlo, a pesar de que inicialmente la Gerente General había dado a conocer que lo proporcionaría.

3. Dado el escaso nivel de actividad de la empresa, el valor de la misma mediante el Método del Valor Presente de los Flujos de Caja Futuros, no es muy distinto del valor en libros de manera significativa. La diferencia de dicho valor, se da por el hecho de que la empresa utiliza la NIIF para PYMES en la elaboración de sus Estados Financieros.
4. Refiriéndose al entorno económico a nivel nacional, las variables que involucran como el PIB, tasa de inflación, tasas de crecimiento, tasas de interés entre otras son muy cambiantes, ya que Ecuador es un país emergente que depende principalmente del comportamiento de otras economías; para lo cual se recomienda que en una valoración de empresas se investigue el ambiente económico y el cambio más reciente de sus variables antes mencionadas.
5. El presente trabajo de titulación recaba todos los conocimientos adquiridos a lo largo de mi carrera universitaria, en el cual tuve la oportunidad de poner en práctica, además de esto, pude completarla con la investigación realizada que a la vez me permitió involucrarme más en el ámbito empresarial, ampliando mis horizontes como profesional.

4.2 RECOMENDACIONES

1. Lo recomendable en este tipo de trabajos, es recabar la información más actualizada posible, así mismo tomando en cuenta las previsiones de organismos internacionales; como el FMI, que poseen una perspectiva más amplia del comportamiento económico de los países.

2. Asegurarse que la información requerida este a la mano y disposición del investigador para no tener inconvenientes como los antes mencionados. Se recomienda recopilar la información antes de comenzar la elaboración del Trabajo de Investigación.
3. El investigador debe relacionarse a fondo con la actividad de la empresa a evaluarse; así mismo, con el personal y procesos que se lleven a cabo, de esta manera el investigador tendrá una visión amplia del objeto de estudio.
4. Es necesario reafirmar conocimientos con el director de tesis; ya que, de esta manera las dudas sobre el conocimiento adquirido pueden ser despejadas.
5. La lectura y búsqueda de fuentes de información certeras son la base de la investigación; por lo cual, se recomienda conjugar información de varias fuentes para que el trabajo de investigación sea sustentado de manera apropiada.

REFERENCIAS

1. Beaford, R. (02 de Diciembre de 2014). Obtenido de Patrimonio de Empresas cae 5.6% por NIIF: http://www.larepublica.co/patrimonio-de-empresas-cae-56-por-niif_197851
2. Diario El Comercio. (2014). Obtenido de El país capta el 0,3% de la inversión extranjera: <http://www.elcomercio.com.ec/actualidad/negocios/pais-capta-de-inversion-extranjera.html>
3. Diario El Universo. (12 de Julio de 2013). *Instituto Internacional de Prensa critica nueva ley de medios en Ecuador*. Obtenido de <http://www.eluniverso.com/noticias/2013/07/12/nota/1152511/instituto-internacional-prensa-critica-nueva-ley-medios-ecuador>
4. Diario PP El Verdadero. (27 de Diciembre de 2013). Obtenido de 49,6% subió salario básico en los últimos siete años: <http://www.ppelverdadero.com.ec/pp-al-dia/item/496-subio-salario-basico-en-los-ultimos-siete-anos.html>
5. Ekos Negocios. (23 de Junio de 2013). 100 Proveedores mas importantes. *Ekos*. Obtenido de <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/879.pdf>
6. Hernández. (2009). *Valoración de Empresas*.
7. Hiru. (s.f.). *Recopilaciones de Libros*. Obtenido de www.hiru.com
8. Hitt, M. (2008). *Administración Estratégica* (7ma. ed.).
9. Maldonado, E. (2013). *Informática Aplicada a la Gestión Empresarial*.
10. Pontificia Universidad Católica del Ecuador - PUCE. (2014). Revista 27. *Reporte de Consistencia Macroeconómico*.
11. Pontificia Universidad Católica del Ecuador. (2014). Reporte de Consistencia Macroeconómico. *Revista Facultad Economía*.

ANEXOS

Anexo 1: Proyecciones del fmi para el ecuador world economic outlook

Periodo Octubre 2014

ISO	WEO Subject	Country	Subject Descriptor	Subject Notes	Units	Scale	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ECU	NGDP_R	Ecuador	Gross domestic product, constant prices	Expressed in billions of national currency units	National currency	Billions	54,558	56,481	60,883	64,01	66,879	69,554	72,338	75,234	79,739	83,344	87,1
ECU	NGDP_RPCH	Ecuador	Gross domestic product, constant prices	Annual percentages of constant price	Percent change		0,566	3,525	7,793	5,136	4,484	3,999	4,002	4,004	5,987	4,521	4,508
ECU	NGDP	Ecuador	Gross domestic product, current prices	Expressed in billions of national currency units .	National currency	Billions	62,52	69,555	79,78	87,499	93,746	100,485	106,872	113,983	123,786	132,657	142,225
ECU	NGDPD	Ecuador	Gross domestic product, current prices	Values are based upon GDP in national currency converted to U.S. dollarsexercise.	U.S. dollars	Billions	62,52	69,555	79,78	87,499	93,746	100,485	106,872	113,983	123,786	132,657	142,225
ECU	NGDP_D	Ecuador	Gross domestic product, deflator	The GDP deflator is derived by dividing current price GDP by constant price GDP and is considered to be an alternate measure of inflation.	Index		114,594	123,148	131,039	136,696	140,172	144,471	147,74	151,504	155,24	159,169	163,289
ECU	NGDPRPC	Ecuador	Gross domestic product per capita, constant prices	GDP is expressed in constant national currency per person. Data are derived by dividing constant price GDP by total population.	National currency	Units	3.701,72	3.762,34	3.988,01	4.124,07	4.239,65	4.339,67	4.443,67	4.551,73	4.752,87	4.895,83	5.044,04
ECU	NGDPPC	Ecuador	Gross domestic product per capita, current prices	GDP is expressed in current national currency per person. Data are derived by dividing current price GDP by total population.	National currency	Units	4.241,94	4.633,25	5.225,83	5.637,44	5.942,82	6.269,55	6.565,10	6.896,03	7.378,34	7.792,65	8.236,35
ECU	NGDPDPC	Ecuador	Gross domestic product per capita, current prices	GDP is expressed in current U.S. dollars per person. Data are derived by first converting GDP in national currency to U.S. dollars and then dividing it by total population.	U.S. dollars	Units	4.241,94	4.633,25	5.225,83	5.637,44	5.942,82	6.269,55	6.565,10	6.896,03	7.378,34	7.792,65	8.236,35
ECU	PCPI	Ecuador	Inflation, average consumer prices	Expressed in averages for the year, not end-of-period data	Index		122,939	127,308	133,006	139,79	143,596	147,977	152,414	156,986	161,696	166,546	171,543
ECU	PCPIPCH	Ecuador	Inflation, average consumer prices	Annual percentages of average consumer prices are year-on-year changes.	Percent change		5,160	3,553	4,476	5,101	2,723	3,051	2,998	3,000	3,000	3,000	3,000
ECU	PCPIE	Ecuador	Inflation, end of period consumer prices	Expressed in end of the period, not annual average data.	Index		124,84	128,99	135,97	141,63	145,46	149,778	154,254	158,881	163,648	168,557	173,614
ECU	PCPIEPCH	Ecuador	Inflation, end of period consumer prices	Annual percentages of end of period consumer prices are year-on-year changes.	Percent change		4,311	3,324	5,411	4,163	2,704	2,969	2,988	3,000	3,000	3,000	3,000

Fuente: FMI World Economic Outlook octubre 2014

Anexo 2: Balances sector servicios empresariales del Ecuador

Empresas pequeñas a nivel nacional Expresado en millones de dólares Periodo 2012-2013

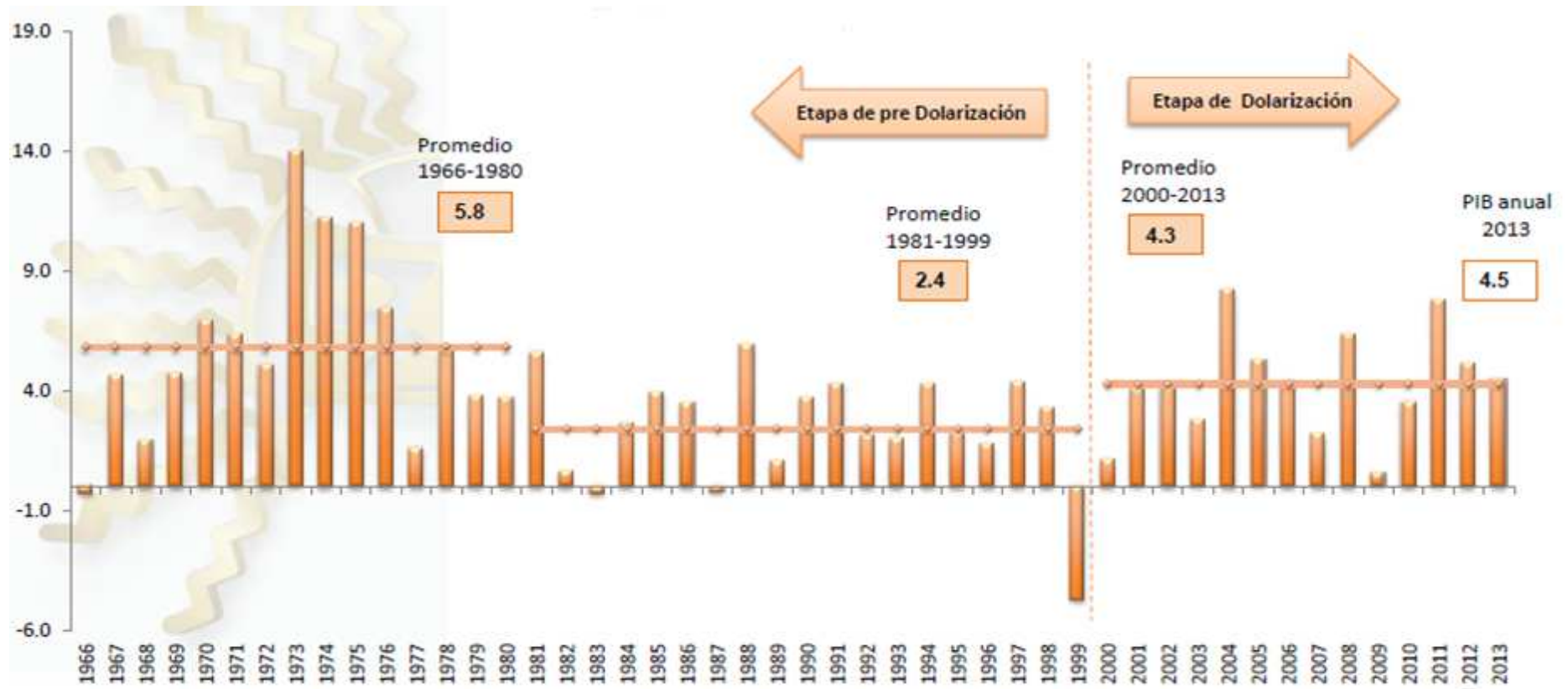
PARTIDAS CONTABLES		BALANCES SECTORIALES		ANÁLISIS VERTICAL	
		2012	2013	2012	2013
41	INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	8029225,74	9299793,66	100%	100%
4101	VENTA DE BIENES	366363,31	523614,48	4,56%	5,62%
4102	PRESTACIÓN DE SERVICIOS	7559492,89	8453536,69	94,02%	90,81%
	OTROS INGRESOS	103369,54	322642,49	1,29%	3,47%
43	OTROS INGRESOS	10868,67	9050,89	0,14%	0,10%
51	COSTO DE VENTAS Y PRODUCCIÓN	162913,84	115287,21	2,03%	1,24%
5102	(+) MANO DE OBRA DIRECTA	123041,04	0	1,53%	0,00%
5103	(+) MANO DE OBRA INDIRECTA	0	0		
5104	(+) OTROS COSTOS INDIRECTOS DE FABRICACIÓN	39872,8	115287,21	0,50%	1,24%
	DEPRECIACIONES				
	OTROS - OTROS CIF	39872,8		0,50%	0,00%
52	GASTOS	7283684,2	8456739,17	90,59%	90,85%
5201	GASTOS DE VENTAS	1291056,63	984094,18	16,06%	10,57%
	RELACIONADOS CON REMUNERACIONES	681768,14	618187,28	8,48%	6,64%
520108	MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	34115,03	5347,17	0,42%	0,06%
520109	ARRENDAMIENTO OPERATIVO	29303,12	41919,62	0,36%	0,45%
520110	COMISIONES	19800	21025	0,25%	0,23%
520111	PROMOCIÓN Y PUBLICIDAD	29286,34	41903,86	0,36%	0,45%
520112	COMBUSTIBLES	4223,19	3968,76	0,05%	0,04%
520113	LUBRICANTES				
520114	SEGUROS Y REASEGUROS (PRIMAS Y CESIONES)	9880,86	6337,12	0,12%	0,07%
520115	TRANSPORTE	20502,26	14252,36	0,26%	0,15%
520116	GASTOS DE GESTIÓN (AGASAJOS A ACCIONISTAS, T	287,65		0,00%	0,00%
520117	GASTOS DE VIAJE	21236,4	47375,88	0,26%	0,51%
520118	AGUA, ENERGÍA, LUZ Y TELECOMUNICACIONES	35360,68	14407,07	0,44%	0,15%
520119	NOTARIOS Y REGISTRADORES DE LA PROPIEDAD O M	485,86	788,56	0,01%	0,01%
520121	DEPRECIACIONES	14929,4	32211,87	0,19%	0,35%
520122	AMORTIZACIONES	3915,12	3306,23	0,05%	0,04%
	OTROS	385962,58	133063,4	4,80%	1,43%
5202	GASTOS ADMINISTRATIVOS	5827019,46	7283554,26	72,47%	78,24%
	RELACIONADOS CON REMUNERACIONES	3488953,19	4028401,3	43,39%	43,27%
520208	MANTENIMIENTO Y REPARACIONES	239037,48	490887,42	2,97%	5,27%
520209	ARRENDAMIENTO OPERATIVO	186399,32	266923,52	2,32%	2,87%
520210	COMISIONES	404,93	3316,73	0,01%	0,04%
520212	COMBUSTIBLES	10968,35	11988,18	0,14%	0,13%
520213	LUBRICANTES	64,29	10027,94	0,00%	0,11%
520214	SEGUROS Y REASEGUROS (PRIMAS Y CESIONES)	48733,42	66151,1	0,61%	0,71%
520215	TRANSPORTE	103235,82	103040,95	1,28%	1,11%
520216	GASTOS DE GESTIÓN (AGASAJOS A ACCIONISTAS, T	49345,32	80014,85	0,61%	0,86%
520217	GASTOS DE VIAJE	110299,54	114553,51	1,37%	1,23%
520218	AGUA, ENERGÍA, LUZ Y TELECOMUNICACIONES	102044,16	113142,98	1,27%	1,22%
520219	NOTARIOS Y REGISTRADORES DE LA PROPIEDAD O M	694,46	3164,14	0,01%	0,03%
520220	IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y OTROS	100297,85	76114,5	1,25%	0,82%
520221	DEPRECIACIONES	276225,83	204793,43	3,44%	2,20%
520222	AMORTIZACIONES	10303,86	10632,15	0,13%	0,11%
	OTROS	1100011,64	1700401,56	13,68%	18,27%
5203	GASTOS FINANCIEROS	112425,19	123128	1,40%	1,32%
520301	INTERESES	95019,04	112644,29	1,18%	1,21%
520302	COMISIONES	10267,34	5372,6	0,13%	0,06%
	OTROS	7138,81	5111,11	0,09%	0,05%
5204	OTROS GASTOS	53182,92	65962,73	0,66%	0,71%
60	GANANCIA (PÉRDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORE	593496,37	736818,17	7,38%	7,92%
61	15% PARTICIPACIÓN TRABAJADORES	94816,03	110638,76	1,18%	1,19%
62	GANANCIA (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS --> SUBT	498680,34	626179,41	6,20%	6,73%
63	IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	140536,53	164549,09	1,75%	1,77%

PARTIDAS CONTABLES	BALANES SECTORIALES		ANALISIS VERTICAL
	2012	2013	COMPARACION 2012/2013
1 ACTIVO	8726757,33	8881189,39	1,77%
101 ACTIVO CORRIENTE	4496395,71	3884040,4	-13,62%
10101 EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	648126,23	837638,96	29,24%
1010205 DOCUMENTOS Y CUENTAS POR COBRAR CLIENTES I	1224102,7	1149616,95	-6,08%
1010206 DOCUMENTOS Y CUENTAS POR COBRAR CLIENTES I	142501,27	427620,25	200,08%
10103 INVENTARIOS	0	0	
OTROS ACTIVOS CORRIENTES	2481665,51	1469164,24	-40,80%
102 ACTIVO NO CORRIENTE	4230361,62	4997148,99	18,13%
10201 PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO	3276075,19	4050747,71	23,65%
10204 ACTIVO INTANGIBLE	58048,02	73634,79	26,85%
OTRO ACTIVOS NO CORRIENTES	896238,41	872766,49	-2,62%
2 PASIVO	6200044,28	6192527,38	-0,12%
201 PASIVO CORRIENTE	3542876,61	2457762,45	-30,63%
20103 CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	1557882,54	1000875,9	-35,75%
20104 OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	585302,19	177142,67	-69,73%
20105 PROVISIONES	119672,47	65428,95	-45,33%
20107 OTRAS OBLIGACIONES CORRIENTES	481237,74	641808,9	33,37%
2010701 CON LA ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA	120514,35	164058,53	36,13%
2010702 IMPUESTO A LA RENTA POR PAGAR DEL EJERCICIO	83440,79	99763,18	19,56%
2010703 CON EL IESS	42036,03	73954,88	75,93%
2010704 POR BENEFICIOS DE LEY A EMPLEADOS	140431,07	189787,53	35,15%
2010705 PARTICIPACIÓN TRABAJADORES POR PAGAR DEL E	94815,5	113812,9	20,04%
2010706 DIVIDENDOS POR PAGAR	n/d	431,88	
20112 PORCIÓN CORRIENTE DE PROVISIONES POR BENEFIC	721,84	5890,75	716,07%
OTROS PASIVOS CORRIENTES	798059,83	566615,28	-29,00%
202 PASIVO NO CORRIENTE	2657167,67	3734764,93	40,55%
20203 OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	246613,41	158263,81	-35,83%
20204 CUENTAS POR PAGAR DIVERSAS / RELACIONADAS	1810127,21	2927205,72	61,71%
20205 OBLIGACIONES EMITIDAS			
20207 PROVISIONES POR BENEFICIOS A EMPLEADOS	463957,98	494995,4	6,69%
3 PATRIMONIO NETO	2526713,05	2688662,01	6,41%
307 RESULTADOS DEL EJERCICIO	356017,3	435491,88	22,32%

Fuente: Superintendencia de Compañías Investigación Realizada

Anexo 3: Evolución del PIB en el Ecuador

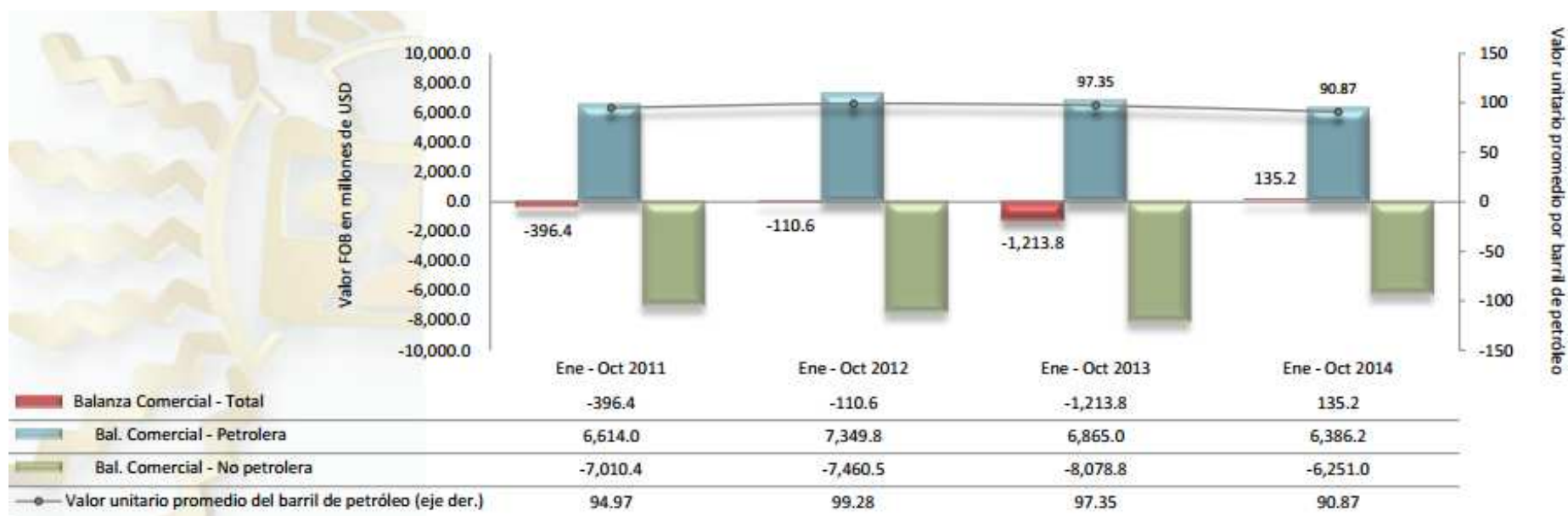
Publicado Noviembre 2014



Fuente: Repertorio Banco Central del Ecuador

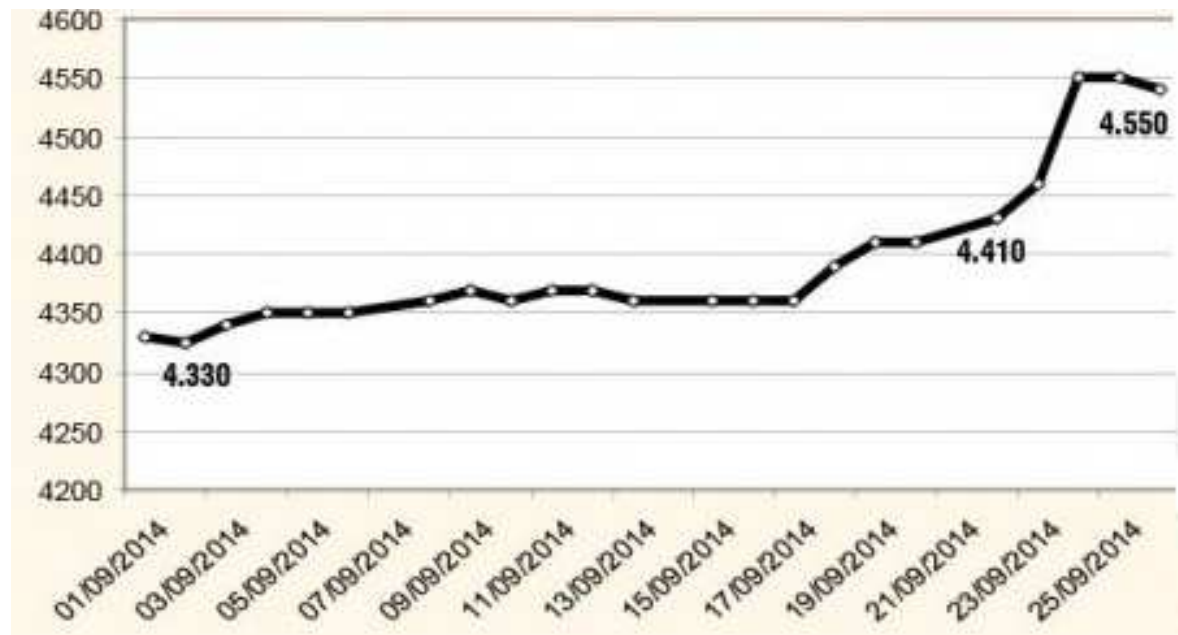
Anexo 4: Evolución de la balanza comercial del Ecuador

Publicado Diciembre 2014



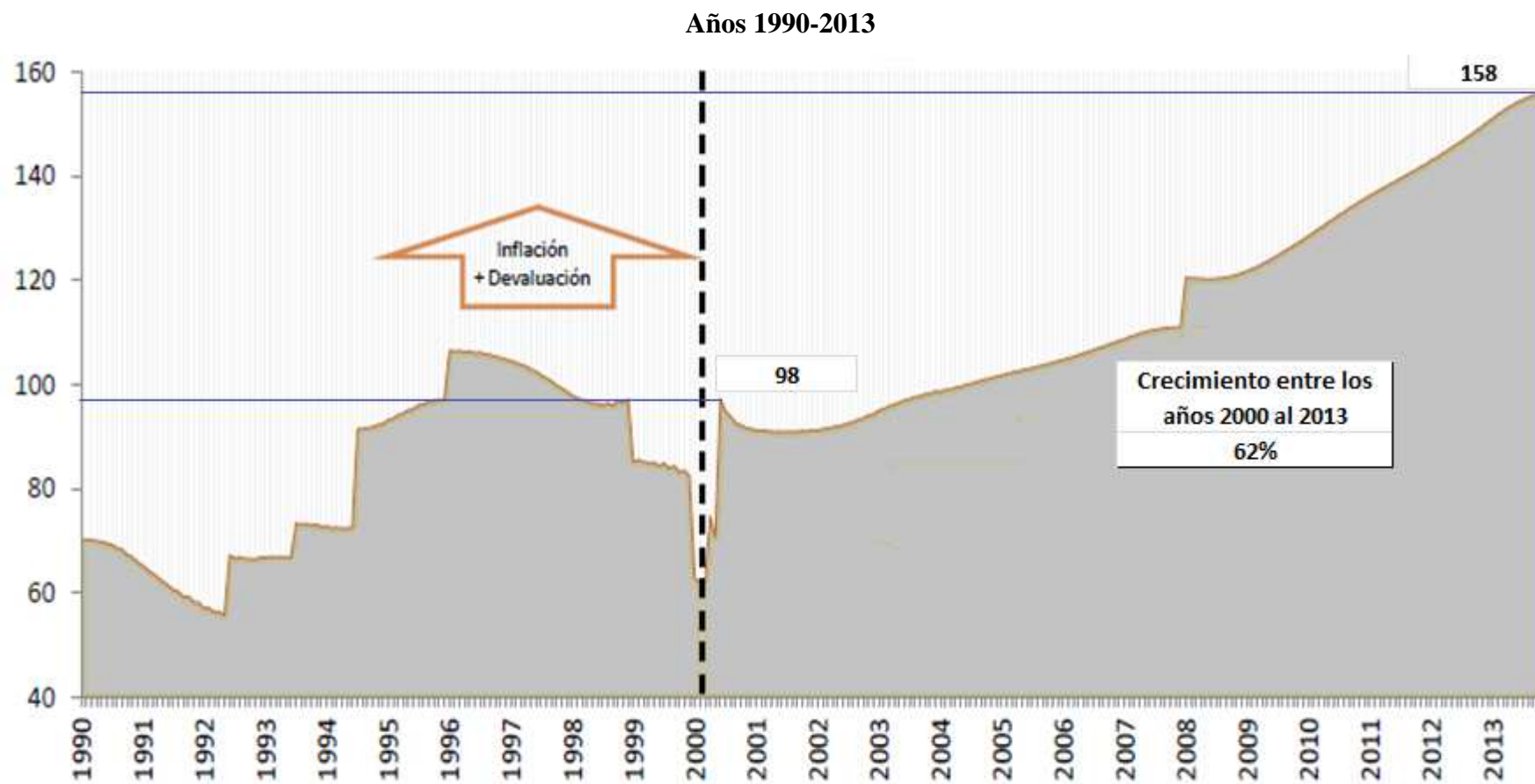
Fuente: Repertorio Banco Central del Ecuador Balanza Comercial

Anexo 5: Apreciación del dólar EEUU
Periodo año 2014



Fuente: ABC Color 2014, Apreciación del dólar se está dando en toda América Latina, <http://www.abc.com.py/edicion-impresa/economia/apreciacion-del-dolar-se-estando-en-toda-america-latina-aseguran-1290322.html>

Anexo 6: Evolución del índice real de salarios del Ecuador



Fuente: INEC

Elaborado por: Banco Central del Ecuador Repertorio Junio 2014

Anexo 7: Proforma del presupuesto general del estado

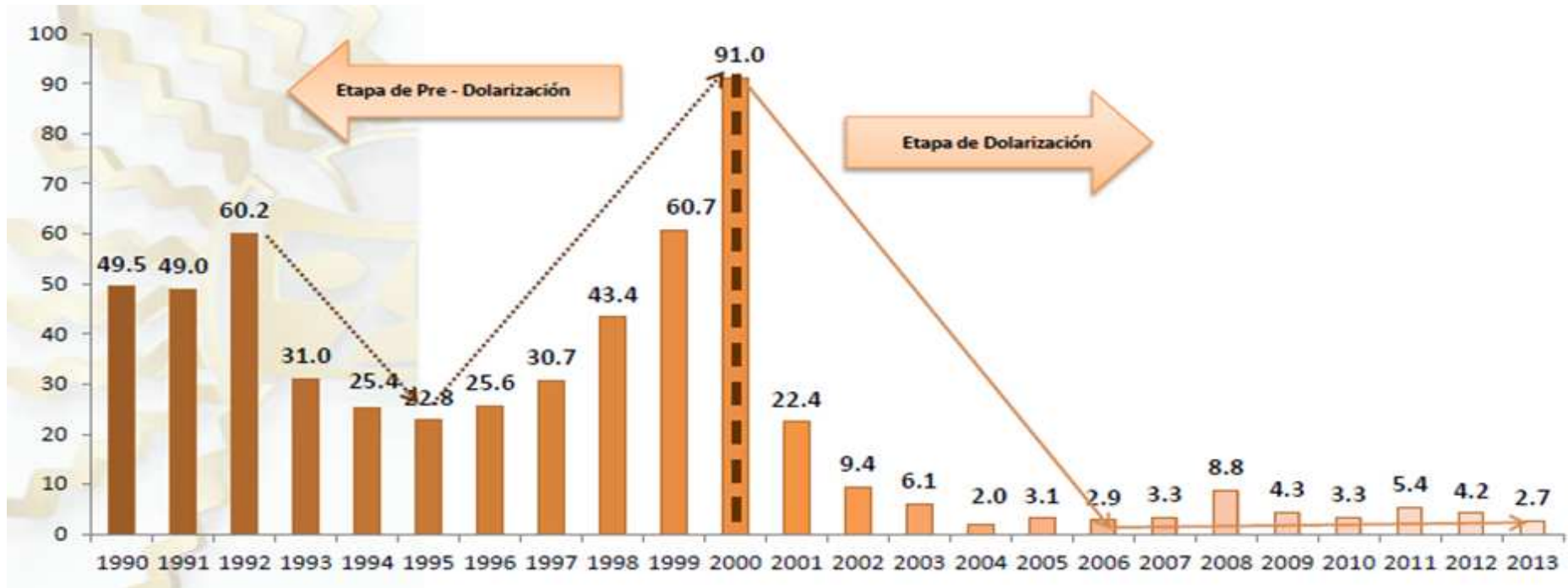
**Consolidado por grupo
Gastos expresados en dólares
Ejercicio 2015**

	GRUPO	PROFORMA
	510000 - GASTOS EN PERSONAL	8,718,604,843.00
	530000 - BIENES Y SERVICIOS DE CONSUMO	2,488,574,261.00
	560000 - GASTOS FINANCIEROS	1,216,163,583.00
	570000 - OTROS GASTOS CORRIENTES	122,557,539.00
	580000 - TRANSFERENCIAS Y DONACIONES CORRIENTES	2,943,091,700.96
	710000 - GASTOS EN PERSONAL PARA INVERSIÓN	273,264,278.78
	730000 - BIENES Y SERVICIOS PARA INVERSIÓN	2,251,396,065.41
	750000 - OBRAS PÚBLICAS	3,666,016,508.96
	770000 - OTROS GASTOS DE INVERSIÓN	2,119,604.89
	780000 - TRANSFERENCIAS Y DONACIONES PARA INVERSIÓN	177,716,957.00
	840000 - BIENES DE LARGA DURACIÓN	1,121,093,150.56
	870000 - INVERSIONES FINANCIERAS	28,763,000.00
	880000 - TRANSFERENCIAS Y DONACIONES DE CAPITAL	4,101,922,177.52
	960000 - AMORTIZACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA	3,090,631,585.62
	990000 - OTROS PASIVOS	329,220,800.00
		30,531,136,055.70
Financiamiento de Importación de Derivados - CFDO	530000 - BIENES Y SERVICIOS DE CONSUMO	5,755,982,987.00
	570000 - OTROS GASTOS CORRIENTES	30,000,000.00
Financiamiento de Importación de Derivados - CFDD		5,785,982,987.00
	TOTAL	36,317,119,042.70

Fuente: Proforma 1 del Ministerio de Finanzas

Anexo 8: Evolución de la inflación urbana del Ecuador

Años 1990-2013



Fuente: INEC

Elaborado por: Banco Central del Ecuador Repertorio Junio 2014

Anexo 9: Análisis financiero estado de situación financiera

Periodos 2009-2014

Años ---	Datos históricos						Análisis Vertical						Análisis horizontal		
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	Comparacion 2013 / 2014		
	Especificar años	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variacion absoluta	Variacion relativa
ACTIVOS															
ACTIVO CORRIENTE															
Efectivo	404,29	40.853,05	400,00	46.335,01	652,91	354,17	0,03%	3,94%	0,03%	3,70%	0,06%	0,04%	-	298,74	-45,8%
Inversiones temporales					14.062,66	14.062,66					1,29%	1,67%	-	-	0,0%
Cuentas x cobrar relacionadas	17.672,80	15.647,69	195.300,00	72.514,09			1,39%	1,51%	14,42%	5,80%					
Cuentas x cobrar no relacionadas		82.459,78	24.041,00	127.616,69	300.640,80	123.451,90		7,95%	1,78%	10,20%	27,51%	14,66%	-	177.188,90	-58,9%
Otras Cuentas x cobrar	15.823,14	19.000,70	15.899,16	33.915,25	4.312,11	4.312,11	1,25%	1,83%	1,17%	2,71%	0,39%	0,51%	-	-	0,0%
Menos Provisión cuentas por cobrar				(4.855,00)	(7.861,41)	(7.861,41)				-0,39%	-0,72%	-0,93%	-	-	0,0%
Anticipos Proveedores					14.433,52						1,32%		-	14.433,52	-100,0%
Activos por Impuestos Corrientes				14.451,65	74.221,98	74.221,98				1,16%	6,79%	8,81%	-	-	0,0%
Subtotal Activo Corriente	33.900,23	157.961,22	235.640,16	289.977,69	400.462,57	208.541,41	2,67%	15,23%	17,40%	23,19%	36,64%	24,77%	-	191.921,16	-47,9%
ACTIVO NO CORRIENTE															
Propiedad, Planta y Equipo															
Terrenos				36.377,20							2,91%				
Edificios	451.318,65	451.318,65	537.229,07	327.203,91	327.203,91	327.203,91	35,56%	43,52%	39,67%	26,16%	29,94%	38,86%			
Muebles y enseres	32.194,53	39.034,03	56.158,96	28.999,93	31.374,93	31.374,93	2,54%	3,76%	4,15%	2,32%	2,87%	3,73%			
Maquinaria y Equipo	13.567,46	15.548,32	4.578,57	81.910,13	83.946,06	83.946,06	1,07%	1,50%	0,34%	6,55%	7,68%	9,97%			
Equipo de Computación	120.224,99	127.189,41	154.103,21	56.010,12	72.518,46	72.518,46	9,47%	12,27%	11,38%	4,48%	6,63%	8,61%			
Vehículos		33.413,00	72.689,79	72.689,79	72.689,79	72.689,79	0,00%	3,22%	5,37%	5,81%	6,65%	8,63%			
Depreciación acumulada, Propiedad, Plan	(165.583,12)	(241.407,09)	(312.364,08)	(60.504,47)	(120.033,42)	(179.031,26)	-13,05%	-23,28%	-23,07%	-4,84%	-10,98%	-21,26%	-	58.997,85	49,2%
Subtotal Propiedad, Planta y Equipo	451.722,51	425.096,32	512.395,52	542.686,61	467.699,73	408.701,89	35,59%	41,00%	37,84%	43,39%	42,79%	48,54%	-	58.997,85	-12,6%
Activos Financieros No Corrientes															
Inversiones Largo Plazo	347.888,89	36.201,97	90.490,00				27,41%	3,49%	6,68%						
Documentos y Cuentas x cobrar	435.777,12	417.679,84	515.720,82	417.975,15	121.775,65	121.775,65	34,33%	40,28%	38,08%	33,42%	11,14%	14,46%			
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	1.235.388,52	878.978,13	1.118.606,34	960.661,76	589.475,38	530.477,54	97,33%	84,77%	82,60%	76,81%	53,93%	63,00%	-	58.997,85	-10,0%
Activo Intangible															
Marca y Patentes					103.051,75	103.051,75					9,43%	12,24%			
TOTAL DE ACTIVOS	1.269.288,75	1.036.939,35	1.354.246,50	1.250.639,45	1.092.989,70	842.070,70	100%	100%	100%	100%	100%	100%	-	(250.919,01)	-23%

Años ---	Datos históricos						Análisis Vertical						Análisis horizontal		
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	Comparacion 2013 / 2014		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variacion absoluta	Variacion relativa	
PASIVOS															
PASIVO CORRIENTE															
Documentos y Cuentas x Pagar (Proveedo	279.051,20	77.084,40	138.396,37	283.767,67	157.224,05	103.123,84	21,98%	7,43%	10,22%	22,69%	14,38%	12,25%	-	54.100,21	-34,4%
Obligaciones Financieras	128.532,74	125.752,50	410.532,13		108.439,68		10,13%	12,13%	30,31%				-	108.439,68	-100,0%
OTRAS OBLIGACIONES CORRIENTES															
Con la administración Tributaria				7.449,55	15.830,29	15.830,29					0,60%	1,45%	1,88%		
Impuesto a la renta	5.657,75	21.196,16	24.556,49	53.161,37		7.473,02	0,45%	2,04%	1,81%	4,25%		0,89%		7.473,02	
Con el iess				17.031,44	1.911,75	1.911,75	0,00%	0,00%	0,00%	1,36%	0,17%	0,23%			
Por beneficios de Ley a Empleados	14.818,31	23.416,31	74.259,45	67.540,39	162.451,99	64.980,79	1,17%	2,26%	5,48%	5,40%	14,86%	7,72%	-	97.471,20	-60,0%
Participación trabajadores x Pagar	26.630,05	34.810,69	42.789,88	64.868,09		5.994,40	2,10%	3,36%	3,16%	5,19%		0,71%		5.994,40	
Dividendos x pagar					76.124,15	76.124,15					6,96%	9,04%			
Otros Pasivos Corrientes	43.173,63	18.961,54	6.651,52		145.793,55	96.899,91	3,40%	1,83%	0,49%		13,34%	11,51%	-	48.893,64	-33,5%
Subtotal Pasivo Corriente	497.863,68	301.221,60	697.185,84	493.818,51	667.775,46	372.338,15	39,22%	29,05%	51,48%	39,49%	61,10%	44,22%	-	295.437,31	-44,2%
PASIVO NO CORRIENTE															
Obligaciones Instituciones Financieras L/I	361.875,81	176.740,72	24.518,70				28,51%	17,04%	1,81%						
Obligaciones largo plazo	111.685,16						8,80%								
Provisiones por beneficios a empleados															
Provision para jubilaciones		77.002,26	2.756,37	294.760,44	7.619,95	7.619,95		7,43%	0,20%	23,57%	0,70%	0,90%			
Otras Provisiones		43.140,58	25.423,33		547,34	547,34		4,16%	1,88%	0,00%	0,05%	0,06%			
Otros beneficios no corrientes empleados				48.910,84	816,94	816,94				3,91%	0,07%	0,10%			
Garantías Recibidas					10.000,00	10.000,00					0,91%	1,19%			
Subtotal Pasivo no corriente	473.560,97	296.883,56	52.698,40	343.671,28	18.984,23	18.984,23	37,31%	28,63%	3,89%	27,48%	1,74%	2,25%	-	-	-
TOTAL PASIVO	971.424,65	598.105,16	749.884,24	837.489,79	686.759,69	391.322,38	76,53%	57,68%	55,37%	66,96%	62,83%	46,47%	-	295.437,31	-43,02%
PATRIMONIO															
Capital pagado	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	125.000,00	9,85%	12,05%	9,23%	9,99%	11,44%	14,84%	-	-	0,0%
Reserva legal	15.731,07	25.594,10	34.728,47	34.728,47	47.411,75	2.649,52	1,24%	2,47%	2,56%	2,78%	4,34%	0,31%	-	44.762,23	-94,4%
Reserva por Valuación	15.416,00	15.416,00	15.416,00	15.416,00	15.416,00	15.416,00	1,21%	1,49%	1,14%	1,23%	1,41%	1,83%	-	-	0,0%
Ganancias Acumuladas	37.608,56	138.259,07	255.664,79	255.664,79	576.010,70	555.162,23	2,96%	13,33%	18,88%	20,44%	52,70%	65,93%	-	20.848,47	-3,6%
Resultados Acumulados Provenientes de la Adopción				(271.325,16)	(271.325,16)	(271.325,16)					-21,69%	-24,82%	-	-	0,0%
Utilidad del Ejercicio	104.108,47	134.565,02	173.553,00	253.665,56		23.845,72	8,20%	12,98%	12,82%	20,28%		2,83%		23.845,72	
Pérdida del Ejercicio					(86.283,27)						-7,89%			86.283,27	-100,0%
TOTAL DEL PATRIMONIO	297.864,10	438.834,19	604.362,26	413.149,66	406.230,02	450.748,32	23,47%	42,32%	44,63%	33,04%	37,17%	53,53%	-	44.518,30	10,96%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.269.288,75	1.036.939,35	1.354.246,50	1.250.639,45	1.092.989,71	842.070,69	100%	100%	100%	100%	100%	100%	-	250.919,01	-22,96%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 10: Análisis financiero estado de resultados

Periodos 2009-2014

Años --- Especificar años	Datos históricos						Análisis Vertical					
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ESTADO DE RESULTADOS												
Partida contable												
VENTAS	1.476.076,56	1.582.238,71	1.762.640,26	3.037.715,30	2.056.213,80	268.975,00	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASEO SAN FRANCISCO	-	-	-	492.568,74	481.560,31	-	0,00%	0,00%	0,00%	16,22%	23,42%	0,00%
RELACIONADAS SAN FRANCISCO	1.382.437,06	1.456.893,07	1.641.740,26	2.419.904,80	1.518.253,49	-	93,66%	92,08%	93,14%	79,66%	73,84%	0,00%
CLIENTES OUTSORCING 1	51.608,40	27.045,64	38.100,00	25.250,00	-	101.340,00	3,50%	1,71%	2,16%	0,83%	0,00%	37,68%
CLIENTES OUTSORCING 2	42.031,10	98.300,00	82.800,00	99.991,76	56.400,00	167.635,00	2,85%	6,21%	4,70%	3,29%	2,74%	62,32%
COSTO DE VENTAS	895.898,62	1.012.537,48	1.130.958,46	2.047.228,55	1.182.087,86	218.696,85	60,69%	63,99%	64,16%	67,39%	57,49%	81,31%
<u>Costos Directos</u>	678.542,20	794.160,74	1.060.001,47	1.798.801,31	1.122.162,13	157.754,00	45,97%	50,19%	60,14%	59,22%	54,57%	58,65%
<u>Costos Indirectos</u>	217356,42	218376,74	70956,99	248427,24	59925,73296	60942,8485	14,73%	13,80%	4,03%	8,18%	2,91%	22,66%
Utilidad bruta en ventas	580.177,94	569.701,23	631.681,80	990.486,75	874.125,94	50.278,15	39,31%	36,01%	35,84%	32,61%	42,51%	18,69%
<u>Gastos operativos</u>	377800,18	306240,60	299306,27	515476,39	950748,92	20149,48	25,59%	19,35%	16,98%	16,97%	46,24%	7,49%
Administrativos							25,59%	18,78%	15,61%	16,08%	45,30%	5,07%
Distintos a remuneraciones												
Fijos	133079,18	85045,68	230027,9	317061,42	276938,97	7755,656	9,02%	5,38%	13,05%	10,44%	13,47%	2,88%
Variables	7242,9	17882,08	9848,56	135436,11	253169,44	550,2725	0,49%	1,13%	0,56%	4,46%	12,31%	0,20%
Relacionados con remuneraciones												
Fijos	237478,1	182775,96	16907,98	25363,75	401397,26	0,00	16,09%	11,55%	0,96%	0,83%	19,52%	0,00%
Variables	0	11457,68	18301,83	10687,11	0	5343,56	0,00%	0,72%	1,04%	0,35%	0,00%	1,99%
Mercado y Publicidad												
Fijos	0,00	9079,20	24220,00	26928,00	19243,25	6500,00	0,00%	0,57%	1,37%	0,89%	0,94%	2,42%

Gastos No Operativos	24844,14	35840,43	57585,47	43466,35	9660,29	0	1,68%	2,27%	3,27%	1,43%	0,47%	0,00%
Fijos	24844,14	35840,43	57585,47	43466,35	9660,29	0	1,68%	2,27%	3,27%	1,43%	0,47%	0,00%
Variables							0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ingresos No Operativos	-	4.451,06	10.475,82	909,90	-	9.834,00	0,00%	0,28%	0,59%	0,03%	0,00%	3,66%
Rendimientos Financieros		4.451,06	2.475,82	909,90		9.834,00		0,28%	0,14%	0,03%		3,66%
utilidad venta de Activos fijos			8.000,00						0,45%			
Utilidad operacional antes de impuestos	177.533,62	232.071,26	285.265,88	432.453,91	(86.283,27)	39.962,67	12,03%	14,67%	16,18%	14,24%	-4,20%	14,86%
Intereses												
Utilidad antes de impuestos y participación laboral	177.533,62	232.071,26	285.265,88	432.453,91	(86.283,27)	39.962,67	12,03%	14,67%	16,18%	14,24%	-4,20%	14,86%
Participación laboral	26.630,04	34.810,69	42.789,88	64.868,09	-	5.994,40	1,80%	2,20%	2,43%	2,14%	0,00%	2,23%
Impuesto a la renta	41.315,73	52.832,52	59.788,63	113.920,26		7.473,02	2,80%	3,34%	3,39%	3,75%	0,00%	2,78%
Utilidad antes de Reservas	109.587,85	144.428,05	182.687,37	253.665,56	(86.283,27)	26.495,25	7,42%	9,13%	10,36%	8,35%	-4,20%	9,85%
Reserva legal	5.479,39	9.863,03	9.134,37			2649,52	0,37%	0,62%	0,52%	0,00%	0,00%	0,99%
Utilidad Neta para Accionistas	104.108,46	134.565,02	173.553,00	253.665,56	(86.283,27)	23.845,72	7,05%	8,50%	9,85%	8,35%	-4,20%	8,87%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 11: Razones Financieras

	FÓRMULA		BALANCE ACERIAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014
LIQUIDEZ									
Razón Corriente	Activo Corriente		Total Activo Circulante	0,07	0,52	0,34	0,59	0,63	0,61
	Pasivo Corriente		Total Pasivo Circulante						
ACTIVIDAD									
Rotación CXC (VECES)	Vent Net Anu a Cr CXC		Ventas Cuentas y Docum XC	44,07	13,51	7,49	12,98	6,74	2,11
Rotación CXC (DIAS)	360 Rotación CXC		360 Rotación CXC	8,17	26,65	48,05	27,74	53,39	171,00
Rotación CXP (VECES)	Vent Net Anu a Cr CXP		Ventas Proveedores	5,29	20,53	12,74	10,70	13,08	2,61
Rotación CXP (DIAS)	360 Rotación CXP		360 Rotacion CXP	68,06	17,54	28,27	33,63	27,53	138,02
Rotación Activos Totales	ventas activos totales brutos		ventas activos totales brutos	3,27	3,72	3,44	5,60	4,40	0,66
RENTABILIDAD									
Margen Bruto	Utiidad Bruta Ventas Netas		Utilidad Bruta Ventas	39%	36%	36%	33%	43%	19%
Margen Neto	Utiidad Neta Ventas Netas		Utiidad Neta Ventas	7%	9%	10%	8%	-4%	9%
Margen Operacional	Utilidad Operaci. Ventas		Utilidad de Operación Ventas	12%	15%	16%	14%	-4%	15%
Rendimiento Sobre Patrim	Utilidad Neta Patrimonio	ROE	Utilidad Neta Total Capital Contable	34,95%	30,66%	28,72%	61,40%	-17,89%	4,53%
Rendimiento Activo Total	Utilidad Neta Activos Totales	ROA	Utilidad Neta Total Activo	8%	13%	13%	20%	-8%	3%

AMPALANCAMIENTO O ENDEUDAMIENTO									
Nivel de Endeudamiento	Deuda Total		Total Pasivo	77%	58%	55%	67%	53%	31%
	Activos Totales		Total Activo						
Razón deuda a Capital	Deuda Total		Total Pasivo	7,77	4,78	6,00	6,70	4,29	1,93
	Capit Accionistas		Capital Social						
Endeudamiento Financiero	Obligac Financ		Deuda a Largo Plazo	32%	19%	3%	11%	1%	7%
	Ventas Netas		Ventas						
Impacto Carga Financiera	Gastos Financier		Gastos Financieros	2%	2%	3%	1%	0%	0%
	Ventas Netas		Ventas						
Concent Endeud Corto Plazo	Pasivo Corriente		Total Pasivo Circulante	51%	50%	93%	59%	96%	92%
	Pasivo Total		Total Pasivo						

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 12: Detalle de activos fijos no necesarios

NRO	GRUPO ACTIVO	ACTIVO	FACT	FECHA	VALOR LIBROS AÑO 2014
1	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	9572	28/03/2011	0,00
2	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL DELL	851	04/05/2011	0,00
3	EQUIPO COMPUTACION	UPS	532	11/05/2011	0,00
4	EQUIPO COMPUTACION	UPS	13	22/08/2011	0,00
5	EQUIPO COMPUTACION	UPS	2964	15/09/2011	0,00
6	EQUIPO COMPUTACION	ACCES/WIRELESS	184140	23/09/2011	0,00
3	EQUIPO COMPUTACION	IMPRESORA EPSON	12803	21/11/2011	0,00
4	EQUIPO COMPUTACION	UPS	47	22/11/2011	0,00
5	EQUIPO COMPUTACION	PORTATILES	7525	21/12/2011	3,50
6	EQUIPO COMPUTACION	MONITORES	13704	02/03/2012	12,83
7	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL INTEL	105	05/03/2012	69,58
8	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL	13918	26/03/2012	120,81
5	EQUIPO COMPUTACION	SERVIDOR/HP	14607	14/05/2012	654,51
6	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL	14611	14/05/2012	171,04
7	EQUIPO COMPUTACION	SCANNERS	62011	07/06/2012	169,31
8	EQUIPO COMPUTACION	PORTATILES	15410	19/07/2012	352,85
9	EQUIPO COMPUTACION	PORTATILES	15409	19/07/2012	352,85
10	EQUIPO COMPUTACION	SCANNERS	63103	20/07/2012	425,33
7	EQUIPO COMPUTACION	IPAD APPLE	15838	28/08/2012	225,58
8	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL	17807	11/12/2012	274,29
9	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL	17869	14/12/2012	249,73
10	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL/COMPUT	18735	27/02/2013	1572,45
11	EQUIPO COMPUTACION	IMPRES/COPIADORA	57552	04/03/2013	540,40
12	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL/COMPUT	18825	07/03/2013	585,51
9	EQUIPO COMPUTACION	SCANNERS	1262	14/03/2013	587,28
10	EQUIPO COMPUTACION	PORTATIL	18977	18/03/2013	367,35
TOTAL EQUIPO COMPUTACION					6735,21
11	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	DIVISIONES/BODEGA	81	15/09/2011	2272,72
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	INSTAL.SANITARIAS	1767	23/09/2011	1598,55
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	SWITCH CISCO	184138	23/09/2011	0,00
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	SIST.CLIMATIZACION	83	23/09/2011	33384,99
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	ADECUAC.TERRAZA	250	10/11/2011	6526,95
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	INSTALAC.RACK	1938	20/12/2011	2276,08
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	DIVISIONES/TECHO	2171	11/06/2012	317,71
#i REF!	MAQUIN.EQUIPO E INSTALAC.	DESTRUCTORA PAPEL	8797	27/02/2013	236,59
TOTAL MAQUINARIA					46613,60
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ARMARIOS	1757	06/01/2011	373,02
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	SILLONES	714	18/01/2011	1672,03
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ARCHIVADORES	1770	28/01/2011	224,84
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ARMARIO/CREDENZA	1771	28/01/2011	614,66
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	DIVISIONES/TECHO	1778	14/02/2011	988,91
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ARCHIVAD/SILLAS	1983	26/10/2011	1172,90
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ESCRIT/CAJONERAS	189919	23/11/2011	1048,27
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	BIBLIOTECAS/SILLAS	2020	01/12/2011	1580,72
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ESCRITORIOS	2026	16/12/2011	1085,59
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	BIBLIOTECAS	2051	16/01/2012	1380,71
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	PERCHEROS	818	17/04/2012	197,03
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	ESCRITOR/CAJONER	2142	07/05/2012	1838,19
#i REF!	MUEBLES Y ENSERES	CREDENZA/ESCRITO	2202	06/07/2012	298,09
TOTAL MUEBLES Y ENSERES					12474,96
1	VEHICULOS	TOYOTA PRIUS	12652	04/06/2010	18125,41
TOTAL VEHICULOS					18125,41
	OFICINAS	CATALINAS 502		01/01/2012	217531,29
TOTAL EDIFICIOS					217531,29
TOTALES					301.480,45

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 13: Detalle de activos fijos necesarios

NRO	GRUPO ACTIVO	ACTIVO	FACT	FECHA	VALOR LIBROS AÑO 2014	DEPRECIACION AÑO 2015	VALOR LIBROS AÑO 2015	DEPRECIACION AÑO 2016	VALOR LIBROS AÑO 2016	DEPRECIACION AÑO 2017	VALOR LIBROS AÑO 2017	DEPRECIACION AÑO 2018	VALOR LIBROS AÑO 2018	DEPRECIACION AÑO 2019	VALOR LIBROS AÑO 2019
1	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	9665	07/04/2011	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
2	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	12685	28/10/2011	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
3	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	12717	09/11/2011	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
4	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	7457	16/12/2011	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
5	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	7426	16/12/2011	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
6	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	13273	16/01/2012	54,81	54,81	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
7	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	13603	17/02/2012	199,12	199,12	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
8	EQUIPO COMPUTACION	IMPRESORA HP	13968	30/03/2012	47,17	47,17	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
9	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT	14318	23/04/2012	730,21	730,21	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
10	EQUIPO COMPUTACION	IMPRESORA HP	14663	15/05/2012	76,18	76,18	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
11	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/IMPRES	14854	06/06/2012	188,59	188,59	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
12	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	15808	24/08/2012	719,89	719,89	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
13	EQUIPO COMPUTACION	SCANNERS XEROX	56032	05/12/2012	376,70	376,70	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
14	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTADOR	18224	10/01/2013	274,79	259,71	15,08	15,08	0,00		0,00		0,00		0,00
15	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	6962	10/01/2013	328,97	310,92	18,06	18,06	0,00		0,00		0,00		0,00
16	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTADOR	6979	16/01/2013	195,78	182,16	13,62	13,62	0,00		0,00		0,00		0,00
17	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	18505	30/01/2013	677,93	608,75	69,18	69,18	0,00		0,00		0,00		0,00
18	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/MONIT	18685	18/02/2013	208,90	179,52	29,38	29,38	0,00		0,00		0,00		0,00
19	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTADORES	3711	21/02/2013	775,99	662,13	113,87	113,87	0,00		0,00		0,00		0,00
20	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTADOR	18927	11/03/2013	273,99	223,21	50,79	50,79	0,00		0,00		0,00		0,00
21	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
22	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
23	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
24	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
25	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
26	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
27	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						660,00	1340,00	660,00	680,00	660,00	20,00
28	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						495,00	1005,00	495,00	510,00	495,00	15,00
29	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						495,00	1005,00	495,00	510,00	495,00	15,00
30	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						495,00	1005,00	495,00	510,00	495,00	15,00
31	EQUIPO COMPUTACION	COMPUTAD/PORTAT		01/01/2017						495,00	1005,00	495,00	510,00	495,00	15,00
	TOTAL EQUIPO COMPUTACION				5129,04	4819,07	309,96	309,96	0,00	6600,00	13400,00	6600,00	6800,00	6600,00	200,00
									0,00		0,00		0,00		0,00
	MAQUIN. EQUIPO E INSTALAC.	DIVISIONES/GYPSUM	1776	22/09/2011	5255,08	781,31	4473,77	781,31	3692,47	781,31	2911,16	781,31	2129,86	781,31	1348,55
	MAQUIN. EQUIPO E INSTALAC.	INSTAL.ELECTRICAS	1768	23/09/2011	1676,65	249,18	1427,48	249,18	1178,30	249,18	929,12	249,18	679,95	249,18	430,77
	MAQUIN. EQUIPO E INSTALAC.	TELEFONOS	265	10/01/2013	1401,59	174,59	1227,00	174,59	1052,41	174,59	877,81	174,59	703,22	174,59	528,63
	TOTAL MAQUINARIA				8333,33	1205,08	7128,25	1205,08	5923,18	1205,08	4718,10	1205,08	3513,03	1205,08	2307,95

NRO	GRUPO ACTIVO	ACTIVO	FACT	FECHA	VALOR LIBROS AÑO 2014	DEPRECIACION AÑO 2015	VALOR LIBROS AÑO 2015	DEPRECIACION AÑO 2016	VALOR LIBROS AÑO 2016	DEPRECIACION AÑO 2017	VALOR LIBROS AÑO 2017	DEPRECIACION AÑO 2018	VALOR LIBROS AÑO 2018	DEPRECIACION AÑO 2019	VALOR LIBROS AÑO 2019
	MUEBLES Y ENSERES	ARMARIOS	1779	14/02/2011	232,68	38,00	194,68	38,00	156,68	38,00	118,68	38,00	80,68	38,00	42,68
	MUEBLES Y ENSERES	ESCRITOR/SILLAS	1950	22/09/2011	1121,23	166,70	954,53	166,70	787,83	166,70	621,13	166,70	454,43	166,70	287,73
	MUEBLES Y ENSERES	SILLAS	189921	23/11/2011	463,60	67,23	396,37	67,23	329,15	67,23	261,92	67,23	194,69	67,23	127,46
	MUEBLES Y ENSERES	ESCRITOR/SILLAS	2027	15/12/2011	653,88	94,00	559,88	94,00	465,88	94,00	371,88	94,00	277,88	94,00	183,88
	MUEBLES Y ENSERES	SILLAS	2048	06/01/2012	221,03	31,50	189,53	31,50	158,03	31,50	126,53	31,50	95,03	31,50	63,53
	MUEBLES Y ENSERES	ESCRITOR/SILLAS	2060	07/02/2012	3380,92	476,00	2904,92	476,00	2428,92	476,00	1952,92	476,00	1476,92	476,00	1000,92
	MUEBLES Y ENSERES	SILLAS	2107	27/03/2012	246,22	34,00	212,22	34,00	178,22	34,00	144,22	34,00	110,22	34,00	76,22
	MUEBLES Y ENSERES	ARCHIVADORES	229	14/01/2013	691,34	86,00	605,34	86,00	519,34	86,00	433,34	86,00	347,34	86,00	261,34
	MUEBLES Y ENSERES	SILLAS	2386	21/02/2013	366,38	45,00	321,38	45,00	276,38	45,00	231,38	45,00	186,38	45,00	141,38
	MUEBLES Y ENSERES	SILLAS	2443	11/04/2013	596,20	72,00	524,20	72,00	452,20	72,00	380,20	72,00	308,20	72,00	236,20
	MUEBLES Y ENSERES	MESAS-SILLA	2559	18/09/2013	300,73	34,50	266,23	34,50	231,73	34,50	197,23	34,50	162,73	34,50	128,23
	TOTAL MUEBLES Y ENSERES				8274,21	1144,93	7129,28	1144,93	5984,35	1144,93	4839,42	1144,93	3694,49	1144,93	2549,56
	VEHICULOS	MAZDA CX-7	1038	16/05/2011	25029,54	5005,91	20023,63	5005,91	15017,72	5005,91	10011,82	5005,91	5005,91	5005,91	0,00
	TOTAL VEHICULOS				25029,54	5005,91	20023,63	5005,91	15017,72	5005,91	10011,82	5005,91	5005,91	5005,91	0,00
	OFICINAS	CATALINAS 601		01/01/2012	29646,21	1747,84	27898,38	1747,84	26150,54	1747,84	24402,70	1747,84	22654,86	1747,84	20907,02
	OFICINAS	CATALINAS 602		01/01/2012	30809,11	1816,40	28992,71	1816,40	27176,31	1816,40	25359,92	1816,40	23543,52	1816,40	21727,12
	TOTAL EDIFICIOS				60455,33	3564,24	56891,09	3564,24	53326,85	3564,24	49762,61	3564,24	46198,38	3564,24	42634,14
	TOTALES				107.221,43	15.739,22	91.482,21	11.230,11	80.252,10	17.520,15	82.731,95	17.520,15	65.211,80	17.520,15	47.691,65

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 14: Valor de recuperación en el año 2015 de los elementos de PPE no necesarios para la empresa SI

Detalle del activo	Cifras en US \$					
	Valor en libros	Valor de venta neto de gastos *	Resultado (Utilidad o pérdida)	Tasa de impuestos	Efecto sobre impuestos	Flujo de Caja neto por inversiones
Equipos de computación	6735,21	3000,00	-3735,21	33,70%	1258,77	4258,77
Instalaciones y adecuaciones de oficina	46613,58	46613,58	0,00 **	33,70%	0,00	46613,58
Muebles y enseres	12474,96	4000,00	-8474,96	33,70%	2856,06	6856,06
Vehículo PRIUS año 2010	18125,41	22000,00	3874,59	33,70%	-1305,74	20694,26
Oficinas con una extensión total de 215,32 mts. ²	217531,29	270159,93	52628,64	15,00%	-7894,30	262265,63
Totales	301480,45	345773,51	44293,06		-5085,21	340688,30

* Se consideran pagos por plusvalía al DMQ

** Se venderán como parte de las oficinas números 501-503

Valor neto a obtener por venta de oficinas

Metros cuadrados	215,32
Valor de venta por metro	\$ 1.550,00
Valor neto	\$ 333.746,00
Valor instalaciones	\$ (46.613,58)
	\$ 287.132,42
Plusvalía y comisiones	\$ (16.972,49)
Valor neto	\$ 270.159,93

Marcas y patentes

Valor en libros 103051,75

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 15: Análisis comparativo / vertical del estado de resultados de la empresa SI

En dólares corrientes

PARTIDAS CONTABLES	BALANCES EMPRESARIALES		BALANCES SECTORIALES		ANALISIS VERTICAL	
	GARISA 2013	SI 2014	EMPRESAS PEQUEÑAS A NIVEL NACIONAL 2013	GARISA 2013	SI 2014	EMPRESAS PEQUEÑAS A NIVEL NACIONAL 2013
INGRESOS OPERATIVOS	291168,62	268975,00	9299793,66	100%	100%	100%
OTROS INGRESOS	506,34	9834,00	9050,89	0,17%	3,66%	0,10%
COSTO DE VTAS Y GSTO ADMINISTRATIVO	229330,62	173348,48	7398841,47	78,76%	64,45%	79,56%
RELACIONADOS CON REMUNERACIONES	170432,10	161097,56	4028401,30	58,53%	59,89%	43,32%
NO RELACIONADOS CON REMUNERACIONES	44674,13	12250,92	482349,10	15,34%	4,55%	5,19%
OTROS GASTOS	14224,39	0,00	2772803,86	4,89%	0,00%	29,82%
GASTOS DE VENTAS	654,00	6500,00	984094,18	0,22%	2,42%	10,58%
RELACIONADOS CON REMUNERACIONES			618187,28	0,00%	0,00%	6,65%
NO RELACIONADOS CON REMUNERACIONES	654,00	6500,00	365906,9	0,22%	2,42%	3,93%
GASTOS FINANCIEROS	7805,15		123128	2,68%	0,00%	1,32%
OTROS GASTOS			65962,73	0,00%	0,00%	0,71%
DEPRECIACION	26649,93	58.997,85	0,00	9,15%	21,93%	0,00%
UTILIDAD ANTES DE IMP Y PARTI	27235,26	39962,67	736818,17	9,35%	14,86%	7,92%
15% TRABAJADORES	4085,29	5994,40	110638,76	1,40%	2,23%	1,19%
UTILIDAD ANTES DE IMP	23149,97	33968,27	626179,41	7,95%	12,63%	6,73%
22% IMP RTA	6660,86	7473,02	164549,09	2,29%	2,78%	1,77%
UTILIDAD ANTES DE RESERVAS	16489,11	26495,25	461630,32	5,66%	9,85%	4,96%
10% RESERVA LEGAL		2649,53		0,00%	0,99%	0,00%
UTILIDAD NETA	16489,11	23845,73	461630,32	5,66%	8,87%	4,96%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 16: Contribución sectorial al PIB del Ecuador

Sector actividades profesionales técnicas administrativas

AÑO	PIB PRECIOS CORRIENTES	PIB PRECIOS BASE 2007	INFLACIÓN	PIB PRECIOS CORRIENTES	Porcentaje de contribución al PIB GLOBAL	CRECIMIENTO HISTORICO DEL SECTOR
	PIB PAÍS	PIB SECTORIAL		PIB SECTORIAL		
2009	62.520.000,00	3.360.137	5,16%	3.361.870,83	5,38%	
2010	69.555.000,00	3.491.760	3,55%	3.494.803,01	5,02%	3,95%
2011	79.780.000,00	3.764.398	4,48%	3.769.365,02	4,72%	7,86%
2012	87.499.000,00	4.024.214	5,10%	4.033.011,72	4,61%	6,99%
2013	93.746.000,00	4.241.498	2,72%	4.250.418,06	4,53%	5,39%
2014	100.485.000,00	4.576.855	3,15%	4.587.924,10	4,57%	7,94%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 17: Evolución de ingresos operativos del sector actividades profesionales técnicas y administrativas

PARTIDAS CONTABLES	AÑOS				
	2009	2010	2011	2012	2013
NUMERO COMPAÑIAS NIVEL NACIONAL	78	88	91	105	107
NUMERO COMPAÑIAS PEQUEÑAS	12	15	16	28	29
41 INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS					
NIVEL NACIONAL TOTAL	\$ 30.055.356,93	\$ 34.912.527,45	\$ 38.736.038,13	\$ 41.807.778,07	\$ 47.266.423,74
NIVEL NACIONAL PEQUEÑAS EMPRESAS	\$ 4.635.562,48	\$ 5.242.177,37	\$ 5.962.727,10	\$ 8.029.225,74	\$ 9.299.793,66
% PEQUEÑAS EMPRESAS EN RELACION AL TOTAL NACIONAL	15,42%	15,02%	15,39%	19,21%	19,68%
CRECIMIENTO A NIVEL NACIONAL		16,16%	10,95%	7,93%	13,06%
CRECIMIENTO A NIVEL PEQUEÑAS EMPRESAS		13,09%	13,75%	34,66%	15,82%
INGRESO PROMEDIO POR EMPRESA A NIVEL NACIONAL	\$ 385.325,09	\$ 396.733,27	\$ 425.670,75	\$ 398.169,31	\$ 441.742,28
INGRESO PROMEDIO POR EMPRESA A NIVEL PEQUEÑAS EMPRESAS	\$ 386.296,87	\$ 349.478,49	\$ 372.670,44	\$ 286.758,06	\$ 320.682,54
CRECIMIENTO A NIVEL NACIONAL		2,96%	7,29%	-6,46%	10,94%
CRECIMIENTO A NIVEL PEQUEÑAS EMPRESAS		-9,53%	6,64%	-23,05%	11,83%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 18: Matriz de evaluación de factores internos de la empresa

	FACTORES	PESO	CALIFICACION	TOTAL PONDERADO
	FORTALEZAS			
1	Ser conocidos en el mercado	0,03	4	0,12
2	Sistema Contable Sólido	0,1	4	0,4
3	Oficinas Propias	0,06	4	0,24
4	Experiencia en el ámbito del negocio	0,12	4	0,48
5	Rotación de empleados	0,08	3	0,24
6	Compromiso y fidelidad de los empleados	0,07	3	0,21
7	Planes de capacitacion	0,04	3	0,12
8	Existencia de Personal capacitado en Niifs	0,11	4	0,44
9	Manual de Funciones definido	0,05	4	0,2
	DEBILIDADES			
1	Pérdida del socio principal	0,04	2	0,08
2	Disminucion de la base de clientes	0,04	2	0,08
3	Plan estratégico desactualizado	0,07	1	0,07
4	No existe departamento de Mercadeo	0,03	1	0,03
5	Inexistencia de estrategias de promoción y publicidad	0,02	1	0,02
6	Pérdida de participación de mercado	0,06	1	0,06
7	Manejo de Cobro de Cartera	0,06	2	0,12
8	Organigrama estructural desactualizado	0,02	1	0,02
	TOTAL	1	44	2,93

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 19: Matriz de evaluación de factores externos de la empresa

	FACTORES	PESO	CALIFICACION	TOTAL PONDERADO
	OPORTUNIDADES			
1	Calificarse como proveedor del Sector Publico	0,16	4	0,64
2	Necesidad de empresas de implementar Niifs	0,15	4	0,6
3	Medidas del gobierno para promover la produccion nacional	0,12	3	0,36
4	Necesidad del mercado de capacitarse en temas tributarios	0,08	3	0,24
5	Capacitacion en temas laborales	0,05	3	0,15
6	Disponibilidad de profesionales que pueden ser reclutados con una remuneracion aceptable	0,11	2	0,22
	AMENAZAS			
1	Competencia alta	0,08	3	0,24
2	Pocas barreras de entrada al Sector servicios empresariales	0,06	2	0,12
3	Poca disponibilidad de las empresas para invertir en consultoria debido a crisis nacional	0,1	2	0,2
4	aumento de profesionales independientes que constituyen competencia para la empresa	0,09	2	0,18
	TOTAL	1	28	2,95

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 20: Estrategias delineadas en base al foda

	OPORTUNIDADES	AMENAZAS
	ESTRATEGIAS FO	ESTRATEGIAS FA
FORTALEZAS	<ul style="list-style-type: none"> • Empezar en un proceso de promoción de las actividades que desarrolla la empresa, dando a conocer la experiencia de la organización con organizaciones prestigiosas, como Grupo San Francisco y UZ, a través del fortalecimiento de su red de contactos y la realización de eventos de capacitación y desayunos de trabajo informativos sobre temas de actualidad. A dichos eventos deberá invitarse, de manera preferente, a clientes que en el pasado utilizaron los servicios de la compañía. • Enfocar sus esfuerzos de mercadeo en nuevas empresas, sobre todo relacionadas con actividades de la nueva matriz productiva. Esto permitirá crecer conjuntamente con las empresas, de tal manera, de estructurar relaciones de largo plazo y basadas en un conocimiento profundo de dichas organizaciones y la provisión de servicios de consultoría y asesoría. • Enfocarse en el segmento de empresas PYME que se encuentran en el proceso de transición a NIIFs, a través de una adecuada promoción y acercamiento a las empresas. En esto jugará un rol importante la estrategia de capacitación externa, promoción externa y la de referidos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Diseñar y desarrollar un detallado plan de formación y capacitación del talento humano, de tal manera, de poder recuperar los niveles de conocimiento, en algunos casos perdidos como consecuencia de la separación de profesionales que anteriormente prestaban sus servicios en la entidad. • Desarrollar una base de datos de los egresados de las instituciones de educación superior, así como, de profesionales de la competencia que potencialmente puedan prestar su contingente a la empresa SI.
	ESTRATEGIAS DO	ESTRATEGIAS DA
DEBILIDADES	<ul style="list-style-type: none"> • Favorecer un plan de referidos que permita ampliar la base de clientes actual, para de esa manera incrementar los niveles de actividad. • Contratar los servicios de un profesional del área mercadeo y ventas, que lleve a cabo un análisis permanente del entorno y su evolución y cuyas investigaciones, sirvan como soporte a los paquetes de capacitación y prestación de servicios a ofrecer. Este profesional serviría como enlace con empresas que provean de servicios externos de mercadeo a la organización. • La promoción del personal de alto nivel deberá estar ligada a la capacidad que los profesionales posean para lograr la consecución de nuevos clientes y a su capacidad de innovación, en cuanto a los servicios a ofrecer. • Crear un sistema de compensación para las innovaciones generadas por el personal, en cuanto a nuevas formas de prestación de servicios y otros aspectos que incidan en la mejora de los niveles de eficiencia de la organización. Anualmente, debería establecerse un proceso de reconocimiento formal por este tipo de acciones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Diseñar un plan de compensación a los funcionarios experimentados, capaz de retenerlos en el seno de la empresa y evitar su salida con mejores propuestas. Dichas compensaciones podrían contemplar la concesión de participaciones en la empresa, de tal forma de arraigarlos en ella. Obviamente, que estas acciones deberán llevarse a cabo con los funcionarios más sobresalientes de la empresa SI. Los más altos funcionarios deberán acceder a compensaciones especiales por la consecución de nuevos clientes. Esto debe ser contemplado en la estrategia de referidos.

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 21: Clasificación de las compañías por su tamaño

Artículo Primero.- DE LA CLASIFICACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS.- Acoger la siguiente clasificación de las PYMES, de acuerdo a la normativa implantada por la Comunidad Andina en su Resolución 1260 y la legislación interna vigente:

Variables	Micro Empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Grandes Empresas
Personal Ocupado	1 - 9	10 - 49	50 - 199	> 200
Valor Bruto de las ventas anuales	< 100.000	100.001 - 1.000.000	1.000.001 - 5.000.000	> 5.000.000
Montos Activos	Hasta US \$ 100.000	De US \$ 100.001 hasta US \$ 750.000	De US \$ 750.001 hasta US \$ 3,999.999	> US \$ 4.000.000

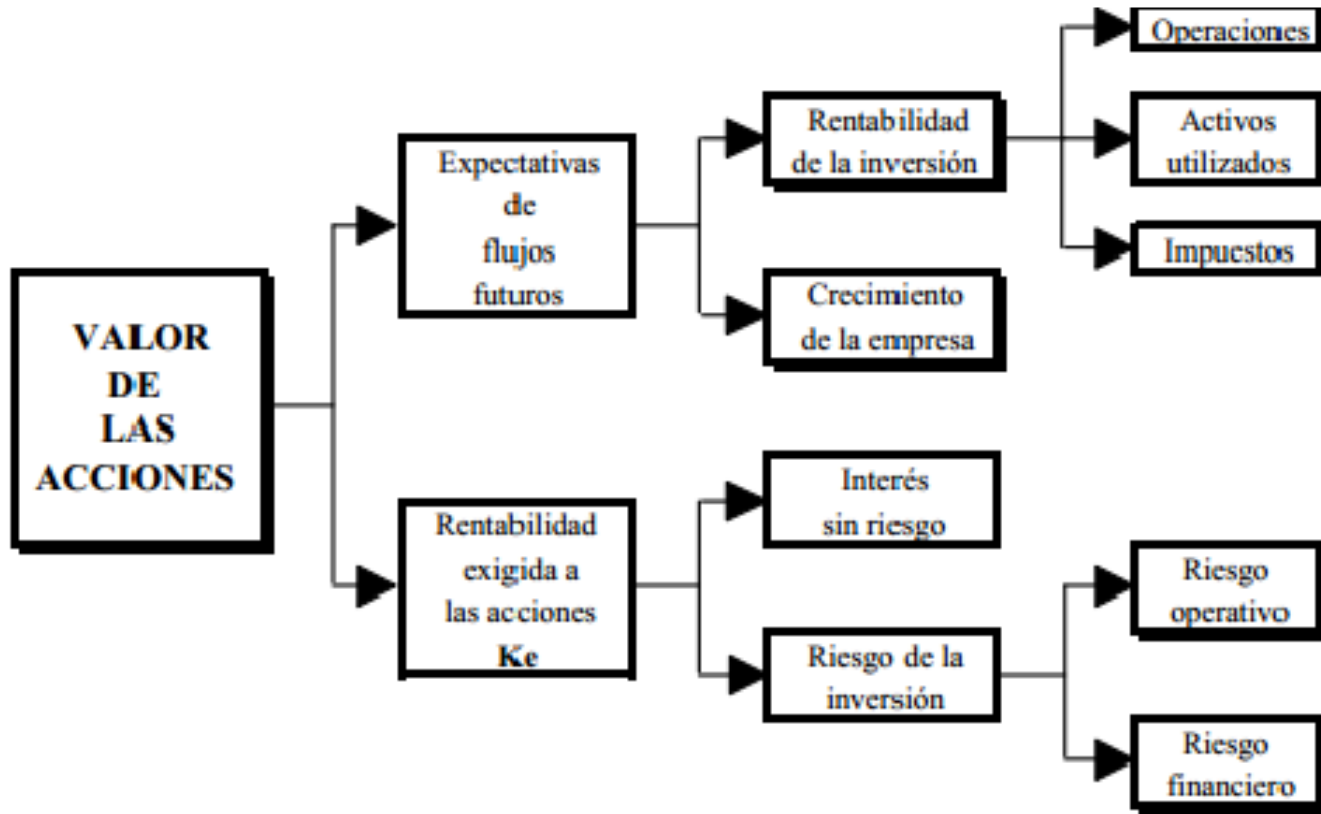
Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 22: Valor de la empresa

	Valor de la empresa
Método de valoración "clásico"	$V = A + (n \times B)$ para empresas industriales, ó $V = A + (z \times F)$ para el comercio minorista A = valor del activo neto; n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3; F = facturación B = beneficio neto; z = porcentaje de la cifra de ventas.
Método de la UEC ¹⁵	Si se despeja $V = A + a_n (B - iV)$, se obtiene: $V = [A+(a_n \times B)] / (1+i a_n)$
Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado	$V = A + a_n (B - iA)$ A = activo neto corregido; a_n = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años; B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo; i = rentabilidad de una inversión alternativa. $a_n (B - iA)$ = fondo de comercio o goodwill. (B - iA) se suele denominar ¡superbeneficio!
Método indirecto o método "de los prácticos"	$V = (A+B/i)/2$ que también puede expresarse como $V=A+(B-iA)/2i$ i suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo. B es muchas veces el beneficio medio de los últimos 3 años. Tiene muchas variantes que resultan de ponderar de manera distinta el valor substancial y el valor de capitalización de los beneficios.
Método anglosajón o método directo	$V = A + (B - iA) / t_m$ La tasa t_m es la tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.
Método de compra de resultados anuales	$V = A + m (B - iA)$ El número de años (m) que se suele utilizar es entre 3 y 5, i es el tipo de interés a largo plazo.
Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo	$V = A+(B-iV)/t$ despejando $V = (A+B/t) / (1+i/t)$ i es la tasa de una colocación alternativa sin riesgo; t es la tasa con riesgo que sirve para actualizar el "superbeneficio" y es igual a la tasa i aumentada con un coeficiente de riesgo. Es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito.

Fuente: Pablo Fernández C1 Métodos de valoración de empresas

Anexo 23: Valor de las acciones



Fuente: Pablo Fernández C1 Métodos de valoración de empresa

Anexo 24: Parámetros del modelo de valoración de empresa SI

Modelo de valoración de empresas

Años --- Especificar años	Datos históricos					Datos proyectados					
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Parámetros											
PIB											
Precios corrientes (billones de \$)	62,52	69,56	79,78	87,50	93,75	100,49	106,87	113,98	123,79	132,66	142,23
Precios corrientes		11,25%	14,70%	9,68%	7,14%	7,19%	6,36%	6,65%	8,60%	7,17%	7,21%
PIB SECTORIAL											
sector administrativo, contabilidad, teneduría de libros				0,14%	0,28%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
Porcentaje de contribución al PIB		0,00%	0,00%	1,45%	3,92%	8,07%	9,12%	8,72%	6,74%	8,09%	8,04%
PIB sectorial en precios corrientes (billones \$)		0,00	0,00	1,27	3,68	8,11	9,75	9,94	8,35	10,74	11,44
Tasa de inflación de gastos distintos a remuneraciones											
<i>Inflación general promedio</i>	5,160	3,553	4,476	5,101	2,723	3,051	2,998	3,000	3,000	3,000	3,000
<i>Alguna inflación específica final del periodo</i>	4,311	3,324	5,411	4,163	2,704	2,969	2,988	3,000	3,000	3,000	3,000
% de incremento de remuneraciones básicas											
% de incremento del SMBU		10,1%	10,0%	10,6%	8,9%	6,9%	8,3%	8,0%	7,8%	7,6%	7,6%
% de incremento de la empresa		10,1%	10,0%	10,6%	8,9%	6,9%	8,3%	8,0%	7,8%	7,6%	7,6%
% de incremento de remuneraciones no básicas											
% de incremento de la empresa		10,1%	10,0%	10,6%	8,9%	6,9%	9,30%	9,00%	8,80%	8,60%	8,60%
Ventas sector / subsector											
INEC (miles de millones de \$)	1198,62	1244,96	1287,49	1140,69	1279,63	1195,14					
Super de Compañías	1561956,27	2088628,29	2435020,28	8029225,74	9299793,66						
Tasa de crecimiento de las ventas del sector											
INEC		3,87%	3,42%	-11,40%	12,18%	-6,60%					
Super de Compañías		33,72%	16,58%	229,74%	15,82%						
Tasa de interés activa de préstamos contratados											
Por la empresa	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%	9,57%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 25: Crecimiento de las ventas en relacion al PIB nacional y sectorial

Expresado en miles de dolares

Periodo 2009-2012

INGRESOS \$	2009	2010	2011	2012
RUBROS				
PIB NACIONAL	62519686	69555367	79276664	87623411
PIB SECTORIAL	3726649	4301610	5046421	5712429
EMPRESA SI	1476076,56	1582238,71	1762640,26	3037715,3
CRECIMIENTO %				
PIB NACIONAL		11,3%	14,0%	10,5%
PIB SECTORIAL		15,4%	17,3%	13,2%
EMPRESA SI		7,2%	11,4%	72,3%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 26: Crecimiento detallado del costo de ventas

Años --- Especificar años	Datos históricos					
	Datos proyectados					
	6	1	2	3	4	5
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Costos Directos	157.754,00	162.487	170.611	179.141	188.099	197.504
sueldos, salarios y demas remuneraciones	113400,0	116802	122642	128774	135213	141974
beneficios sociales, indemnizaciones	28576,0	29433	30905	32450	34073	35776
aporte seguridad social	13778,0	14191	14901	15646	16428	17250
Honorarios Profesionales						
arriendo de inmuebles						
Mantenimiento y Reparaciones	1200,0	1236	1298	1363	1431	1502
suministros y Materiales	800,0	824	865	908	954	1002
Provisiones JP						
otras Provisiones						
Servicios Publicos						
Costos Indirectos	60943	17.752,30	13.313,64	19.676,61	19.752,08	19.830,20
Combustible		0	0	0	0	0
Transporte	150,00	155	161	166	172	178
intereses Bancarios		0	0	0	0	0
varios gastos	670,00	693	718	743	769	796
pagos por otros servicios	255,00	264	273	283	293	303
pagos por otros bienes	870,00	900	932	965	998	1033
Depreciacion Activos Fijos	58.997,85	15739	11230	17520	17520	17520

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 27: Detalle de proyección de gastos administrativos y de ventas

Años --- Especificar años	Datos históricos		Datos proyectados			
	6	1	2	3	4	5
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Gastos operativos	20149,48	16905,21	20539,03	21441,36	22384,45	23370,17
CF Adm. en base a la inflación	7756	8.027	8.308	8.599	8.900	9.211
CV Adm. como % de ventas	0,20%	567	595	625	656	689
Administrativos	13649	8594	8903	9224	9556	9900
Distintos a remuneraciones						
Fijos	7756	8027	8308	8599	8900	9211
arriendo de inmuebles						
Mantenimiento y Reparaciones						
suministros y Materiales	571	590,57	611,24	632,63	654,78	677,69
Seguros y Reaseguros	1587	1643,01	1700,51	1760,03	1821,63	1885,39
Gastos de Gestion	245	253,58	262,45	271,64	281,14	290,98
Impuestos, Contribuciones y Otros	1000	1035,00	1071,23	1108,72	1147,52	1187,69
Gastos de Viaje	1000	1035,00	1071,23	1108,72	1147,52	1187,69
Servicios Publicos	799	827,22	856,17	886,14	917,15	949,25
pagos por otros servicios	2400	2484,00	2570,94	2660,92	2754,06	2850,45
pagos por otros bienes	153	158,73	164,29	170,04	175,99	182,15
Variables	550	567	595	625	656	689
combustible						
Transporte	550,27	567	595	625	656	689
otras provisiones						
% Gasto ventas / Ventas	2,42%	3,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Mercado y Publicidad	6500,00	8.311,33	11.635,86	12.217,65	12.828,53	13.469,96
Variables	6500,00	8.311,33	11.635,86	12.217,65	12.828,53	13.469,96
EBITDA	89.127	95.639	97.663	102.702	107.998	113.565

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 28: Parámetros para la proyección del CTNO

Años --- Especificar años	Datos históricos						Datos proyectados				
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Determinación de las partidas del CTNO											
Rotaciones o % sobre ventas (Cálculo)											
Rotacion de cuentas x cobrar (no relacionadas)		19,19	73,32	23,80	6,84	10,93	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Rotacion de otras Cuentas x cobrar (Días)	93,29	83,27	110,86	89,57	476,85	61,71	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00
Rotación de cuentas por pagar (Días)	4,27	15,06	9,31	8,69	12,81	27,98	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00
% de efectivo más equivalentes de efectivo / costos y gastos líquidos	0,03%	3,52%	0,03%	1,88%	0,73%	11,89%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
% de otras provisiones / costos y gastos líquidos	0,00%	3,71%	1,97%	0,00%	0,03%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
% de beneficios no corrientes a empleados / sueldos y salarios	0,00%	0,00%	0,00%	6,50%	0,15%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%
Costos y gastos líquidos	\$ 1.190.468,98	\$ 1.161.274,14	\$ 1.288.350,75	\$ 2.465.492,48	\$ 2.013.778,22	\$ 120.850,63	\$ 181.404,91	\$ 193.233,51	\$ 202.739,32	\$ 212.714,95	\$ 223.183,72
Costos + gastos operativos	\$ 1.232.083,89	\$ 1.240.026,11	\$ 1.359.307,74	\$ 2.514.098,71	\$ 2.073.307,50	\$ 179.848,48	\$ 197.144,13	\$ 204.463,63	\$ 220.259,47	\$ 230.235,10	\$ 240.703,87
Costos y gastos que no representan desembolso de efectivo	\$ 41.614,91	\$ 78.751,97	\$ 70.956,99	\$ 48.606,23	\$ 59.529,28	\$ 58.997,85	\$ 15.739,22	\$ 11.230,11	\$ 17.520,15	\$ 17.520,15	\$ 17.520,15
Sueldos y salarios	\$ 406.458,23	\$ 492.537,85	\$ 525.375,58	\$ 752.020,14	\$ 549.623,26	\$ 113.400,00	\$ 116.802,00	\$ 122.642,10	\$ 128.774,21	\$ 135.212,92	\$ 141.973,56
Ciclos de las cuentas principales del CTNO											
Período promedio de cuentas por cobrar (Días)	0,00	19,02	4,98	15,33	53,37	33,41	33,00	33,00	33,00	33,00	33,00
Período promedio de cuentas por pagar (Días)	84,39	23,90	38,67	41,43	28,11	12,87	14,40	14,40	14,40	14,40	14,40

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 29: Variaciones del capital de trabajo neto operativo de la empresa SI

	Datos proyectados				
	1	2	3	4	5
	2015	2016	2017	2018	2019
Variaciones previstas de CTNO (Incrementos: + , disminuciones ())					
Activo circulante					
Efectivo + equivalentes de efectivo	2.252,83	831,13	872,69	916,32	962,14
Cuentas x cobrar no relacionadas	428,84	1.252,39	1.315,01	1.380,76	1.449,80
Otras Cuentas x cobrar	1.797,54	307,83	323,22	339,38	356,35
Subtotal	4.479,20	2.391,35	2.510,92	2.636,47	2.768,29
Pasivo circulante					
Documentos y Cuentas x Pagar (Proveedores)	2.837,80	466,66	375,02	393,56	413,01
Impuesto a la renta	7.468,30	1.221,62	(233,94)	990,43	1.041,01
Con el IESS	1.182,62	59,13	62,09	65,19	68,45
Por beneficios de Ley a Empleados	229,54	340,68	356,86	373,83	391,60
Participación trabajadores x Pagar	11.985,02	979,91	(187,65)	794,46	835,03
Subtotal	23.703,28	3.068,00	372,38	2.617,47	2.749,11
Efecto sobre el FCO	19.224,08	676,65	(2.138,54)	(18,99)	(19,17)

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

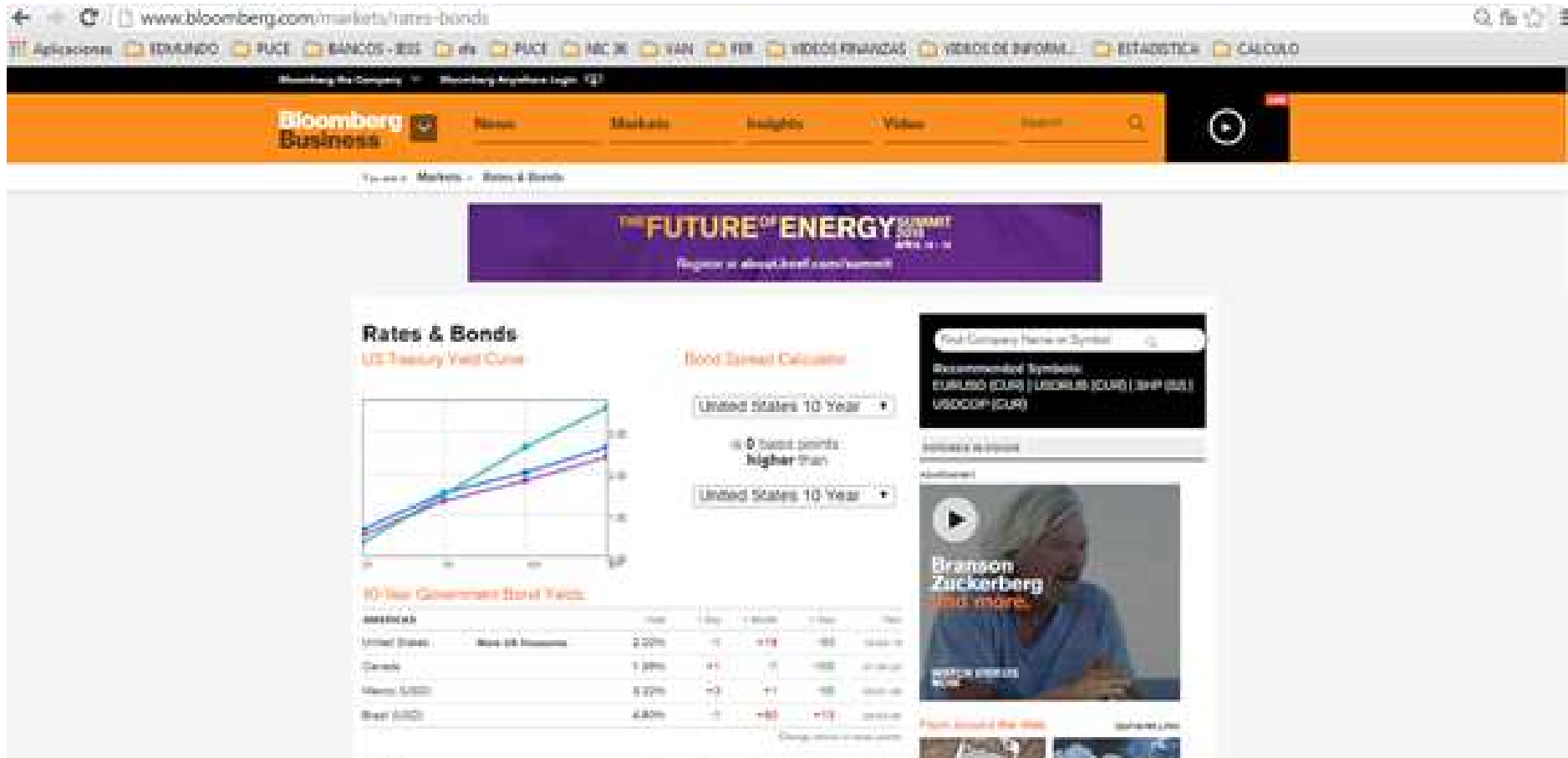
Anexo 30: Gestión de partidas extraordinarias

Gestión de partidas extraordinarias	
Circulantes	
Cobro a Panchonet	61.798
Cruce de cuentas con Panchonet (Garantías recibidas)	(10.000)
Liquidación PTV	37.036
Recuperacion provisión C X C	(7.861)
Pago de impuestos atrasados	(15.830)
No circulantes	
PPE	340688
Venta de patente al 100% de su valor	103.052
Desembolso liquidación beneficios de ley pendientes empl. salientes	(57.910)
Cancelación Fideicomiso a las Catalinas por adquisicion de oficinas	(98.805)
Otras Provisiones	(547)
Otros beneficios no corrientes empleados	(817)
Flujode Caja neto de partidas extraordinarias	350.803
FCL	350.803

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 31: Rates & Bonds Eua

Periodo 5 Años



Fuente: Bloomberg.com Business Rates & Bonds

Anexo 32: Betas sectoriales por industrias

Date updated:	05-ene-15					
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu					
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)					US companies
Home Page:	http://www.damodaran.com					
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html					
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls					
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm					
<i>Industry</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Average Unlevered Beta</i>	<i>Average Levered Beta</i>	<i>Average correlation</i>	<i>Total Unlevered Beta</i>	<i>Total Levered Beta</i>
Advertising	52	0,83	1,18	16,05%	5,15	7,36
Aerospace/Defense	93	1,06	1,16	30,81%	3,43	3,76
Air Transport	22	0,61	0,98	31,63%	1,93	3,09
Apparel	64	0,86	0,99	19,57%	4,39	5,07
Auto & Truck	22	0,59	1,09	22,34%	2,64	4,90
Auto Parts	75	1,14	1,35	25,75%	4,44	5,24
Bank (Money Center)	13	0,34	0,81	42,81%	0,79	1,88
Banks (Regional)	676	0,37	0,53	22,19%	1,68	2,37
Beverage (Alcoholic)	22	0,89	1,06	18,50%	4,83	5,71
Beverage (Soft)	46	0,98	1,14	15,84%	6,16	7,18
Broadcasting	28	0,83	1,30	28,26%	2,95	4,59
Brokerage & Investment Banking	46	0,41	1,16	30,44%	1,35	3,81
Building Materials	39	0,93	1,12	36,49%	2,54	3,06
Business & Consumer Services	177	1,00	1,19	24,47%	4,07	4,88
Cable TV	18	0,70	0,91	30,01%	2,32	3,04
Chemical (Basic)	46	0,75	0,94	20,26%	3,72	4,62
Chemical (Diversified)	10	0,99	1,17	46,95%	2,10	2,50

Fuente: Damodaran

Anexo 33: Betas sectoriales sector Business & Consumer Services

Empresa	Barrett Business Services Inc. (NasdaqGS:BBSI)	Corporate Resource Services, Inc. (NasdaqCM:CRRS)	CRA International Inc. (NasdaqGS:CRAI)	FTI Consulting, Inc. (NYSE:FCN)	GP Strategies Corp. (NYSE:GPX)	Heidrick & Struggles International Inc. (NasdaqGS:HSII)	Navigant Consulting Inc. (NYSE:NCI)	Robert Half International Inc. (NYSE:RHI)	Towers Watson & Co. (NYSE:TW)	Total	PROMEDIO BETA
Fecha consulta: 28/02/2015											
D/E	116,54%	391,12%	0,00%	64,47%	41,78%	12,06%	20,23%	0,13%	8,63%		
Beta apalancada	1,60	1,19	1,10	0,94	1,09	1,31	1,70	0,89	1,09		1,21
UAI u ^{mo} disponible	24902	3388	17918	31811	38488	13388	99002	497349	498506	1224752	
Fecha BG / ER	31/12/2014	03/06/2014	28/12/2013	31/12/2013	31/12/2013	31/12/2013	31/12/2013	31/12/2014	30/06/2014		
Impuestos	7010	612	6548	42405	14732	7041	55112	191421	138249	463130	
Cálculos											
Utilidad Neta	17892	2776	11370	-10594	23756	6347	43890	305928	360257	761622	
tasa de impuestos	28,15%	18,06%	36,54%	133,30%	38,28%	52,59%	55,67%	38,49%	27,73%	37,81%	
Beta desapalancada											
$\beta_a = \beta_e / \{1 + (1-t) (D / E)\}$	0,87	0,28	1,10	1,20	0,87	1,24	1,56	0,89	1,03		1,02
$\beta_a * UAI$	0,02	0,00	0,02	0,03	0,03	0,01	0,13	0,36	0,42		1,01

Fuente: FMI, Yahoo Finance www.yahoofinance.com

Anexo 34: Annual Returns On Stock, T. Bonds And T. Bills: 1928 – 2014 Current

Annual Returns on Investments in				Compounded Value of \$ 100					
Year	S&P 500	3-month T.Bill	10-year T. Bond	Stocks	T.Bills	T.Bonds	Stocks - Bills	Stocks - Bonds	Historical risk premium
Arithmetic Average				Risk Premium				Standard Error	
1928-2014	11.53%	3.53%	5.28%	Stocks - T.Bills	8.00%	6.25%	Stocks - T.Bonds	2.17%	2.32%
1965-2014	11.23%	5.04%	7.11%	T.Bills - T.Bonds	6.19%	4.12%	T.Bills - T.Bonds	2.42%	2.74%
2005-2014	9.37%	1.44%	5.31%	Stocks - T.Bonds	7.94%	4.06%	Stocks - T.Bonds	6.05%	8.65%
Geometric Average				Risk Premium					
1928-2014	9.60%	3.49%	5.00%	Stocks - T.Bills	6.11%	4.60%		11,53	Rm
1965-2014	9.84%	4.99%	6.70%	T.Bills - T.Bonds	4.84%	3.14%		5,28	Rf
2005-2014	7.60%	1.42%	4.88%	Stocks - T.Bonds	6.18%	2.73%		6,25	PRM

Fuente: Damodaran www.damodaran.com

Anexo 35: Cuadro costo de los recursos propios CAPM

Determinación de la tasa de descuento

Tasa libre de riesgo	1,35%
Beta comparable del sector	1,02
Prima de riesgo de mercado	6,25%
Costo de los recursos propios desapalancado EUA	7,73%
Prima por riesgo país	4,58%
Costo de los recursos propios desapalancado EC	12,31%

Datos de apalancamiento

Nivel de endeudamiento D/V	0%
E/V	0%
t	33,70%
kd	10%
Ke desapalncado en el Ecuador	12,31%
Costo de los recursos propios apalancado	12,31%
Costo promedio ponderado del capital	12,31%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 36: Modelo de valoración de la empresa Servicios Integrados Cia. Ltda.

MODELO DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA SI

	Normal	1	2	3	4	5
% Crecimiento PIB sin evolución economía	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
% adicional por evolución economía		0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
% de inc. de ventas adicional sobre PIB corriente	1,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
% de inc. de ventas corriente		3,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
% de inflación	3,50%					
% incremento de remuneraciones extra	1,00%					
% de costos por remuneraciones en el costo de ventas	97,53%					
% aumento gasto ventas	2,00%					
% de impuestos	33,70%					
Salidas del modelo						
Valor de los activos	\$ 980.692,52					

Flujos de caja

FCO	Referencia	1	2	3	4	5	Perpetuidad
		2015	2016	2017	2018	2019	
Resultado operacional		79.900	86.433	85.182	90.478	96.045	
Impuestos	33,70%	(26.926)	(29.128)	(28.706)	(30.491)	(32.367)	
Resultado operacional neto		52.974	57.305	56.476	59.987	63.678	
+Depreciaciones / amortizaciones / otros		15739	11230	17520	17520	17520	
Resultado líquido neto		68.713	68.535	73.996	77.507	81.198	
Efectos de las variaciones del CTN		19.224	677	(2.139)	(19)	(19)	
Total FCO		87.937	69.212	71.857	77.488	81.179	
FCI							
PPE				(20.000)			
Total FCI		-	-	(20.000)	-	-	
VP de la perpetuidad						722.461	
Flujode Caja neto de partidas extraordinarias		350.803					
Flujo de caja libre total		438.740	69.212	51.857	77.488	803.640	
Flujo de caja libre sin perpetuidad		438.740	69.212	51.857	77.488	81.179	

VP de FCL	\$ 980.692,52
Crecimiento de la perpetuidad	3,00%
Costo de oportunidad del dinero	12,31%

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras

Anexo 37: Calculo de multiples de las empresas del sector Business & Consumer Services

Empresa	Barrett Business Services Inc. (NasdaqGS:BBSI)	Corporate Resource Services, Inc. (NasdaqCM:CRRS)	CRA International Inc. (NasdaqGS:CRAI)	FTI Consulting, Inc. (NYSE:FCN)	GP Strategies Corp. (NYSE:GPX)	Heidrick & Struggles International Inc. (NasdaqGS:HSII)	Navigant Consulting Inc. (NYSE:NCI)	Robert Half International Inc. (NYSE:RHI)	Towers Watson & Co. (NYSE:TW)	Total	PROMEDIO MULTIPLO
Múltiplos											
V/Ventas	0,42	0,15	0,76	1,09	1,32	0,52	1,02	1,69	2,42	1,12	
V/EBITDA	-6,19	7,79	7,81	9,26	12,66	5,82	6,68	14,53	12,66	9,65	

Fuente: Investigación Realizada
Elaborado por: Geomara Cano Heras